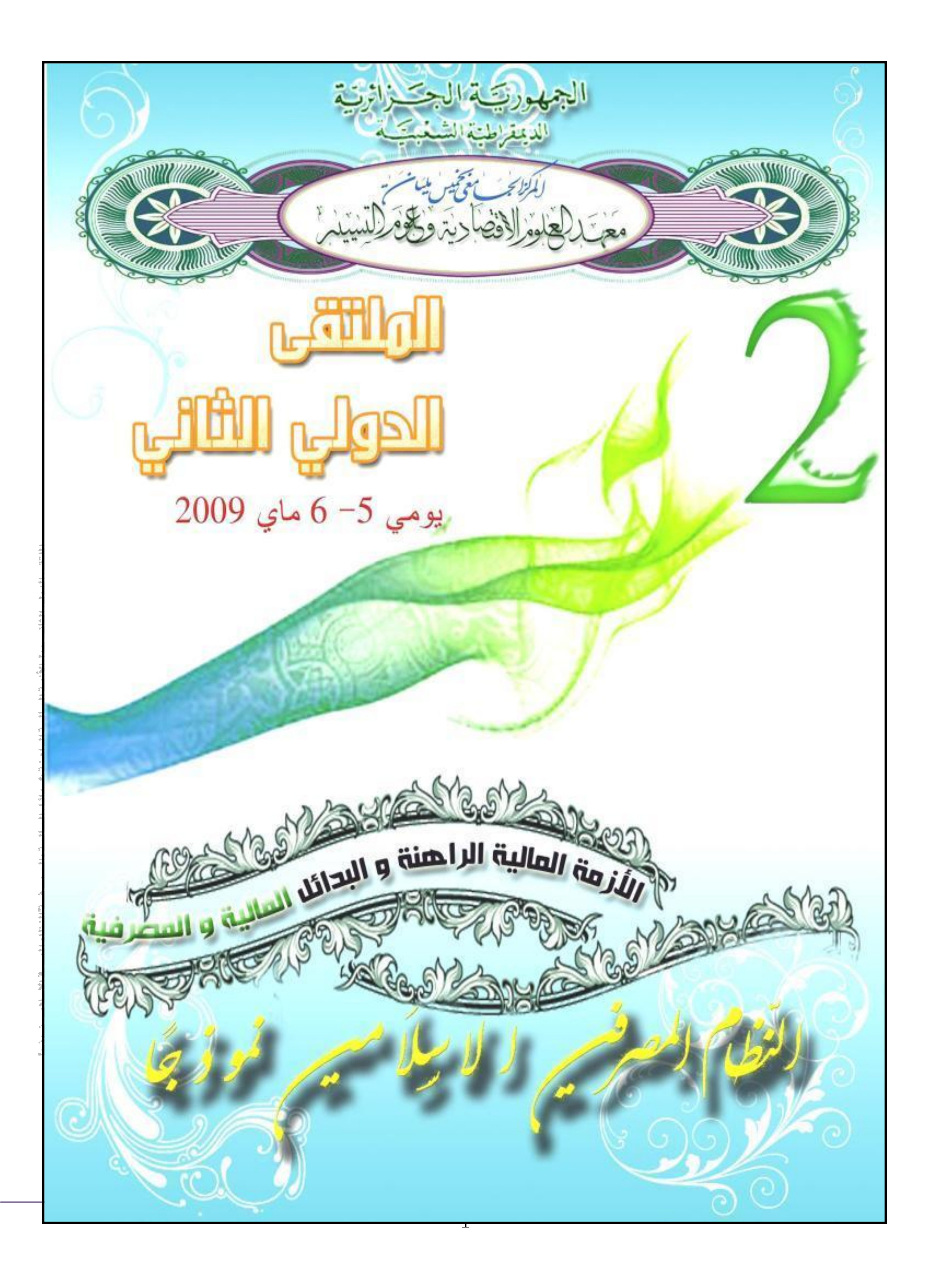

الجمهورية الجزائرية
الديمقراطية الشعبية
المركز الجامعي خميس مليانة
معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير
الملتقى
الدولي الثاني
2
يومي 5- 6 ماي 2009
الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية
النظام المصرفي الاسلامي نموذجا

حقيقة سياسة معدل الفائدة الصفري

د. أحمد بلوافي   و   د. عبد الرزاق بلعباس

مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي

جامعة الملك عبد العزيز – جدة – المملكة العربية السعودية

abelabes@kau.edu.sa & ambelouafi@kau.edu.sa

ورقة علمية مقدمة للملتقى الدولي الثاني حول:

الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية: النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً

المركز الجامعي بخميس مليانة، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، الجزائر

10 –11 جمادى الأولى 1430هـ الموافق 5–6 مايو 2009م

المستخلص: في ظل التداعيات والآثار المتلاحقة والكبيرة لأزمة الرهن العقاري التي ضربت قلب النظام المالي العالمي –أمريكا– لتنتقل بعد ذلك لبقية القطاعات الاقتصادية والدول وبدرجات متفاوتة اُقترح عدد من الحلول التي كانت و لا تزال محل أخذ ورد من قبل الاقتصاديين وغيرهم. ومن بين تلك الحلول سياسة معدل الفائدة الصفري. هذه الورقة تحاول الوقوف على أبعاد هذ ا الإجراء من خلال الإجابة على التساؤلات التالية : ما حقيقته؟ وما مفعوله؟ ومن المستفيد منه؟ وهل يمثل في تطبيقه الحالي خطوة صوب الاقتراب من تطبيق مبادئ الاقتصاد الإسلامي؟ وسيتم علاج هذه التساؤلات من خلال المحاور التالية : سياق تاريخي: نستعرض فيه باختصار مركز وشديد معدل الفائدة كأداة من أدوات السياسة النقدية، اليابان وسياسة معدل الفائدة الصفري، وعن أي معدل فائدة نتكلم؟ ، ومن المستفيد؟، ثم الاقتصاد الإسلامي ومعدل الفائدة الصفري ، فخاتمة تتضمن أهم نتائج وتوصيات البحث.

The Reality of the Zero Interest Rate Policy

Abstract: *In the aftermath of the far-reaching consequences of the sub-prime mortgage crisis that hit the heart of the International Financial Centre; the United States, and subsequently affected in various degrees other economies and economic sectors all over the globe, many solutions and measures have been proposed to deal with the situation. Among these measures is the zero interest rate policy (ZIRP). This paper examines the scope of such a measure by addressing the following questions: what is the reality and effects of this measure? Who are the beneficiaries from such a measure? And does the implementation of the measure represent a closer step in implementing the principles of Islamic Economics? The structure of the paper is organized as follows: historical background, the Japanese experience with the ZIRP, which rate of interest is the target of the measure? Islamic Economics and the ZIRP, and finally, concluding remarks summing up the main findings and recommendations of the research.*

La réalité de la politique du taux d'intérêt zéro

Résumé: *Dans le contexte des suites et conséquences successives de la crise des subprimes qui s'est déclenchée aux Etats-Unis et a affecté le cœur du système financier mondial pour se propager ensuite aux autres secteurs économiques à des degrés différents, plusieurs solutions ont été proposées et font l'objet de débat. Parmi ces solutions, la politique du taux d'intérêt zéro (PTIZ).*

Ce papier tente de saisir les portées de cette politique à travers les questions suivantes : Quelle est la réalité de cette mesure ? Quels sont ses effets ? Quels en sont les bénéficiaires ? Constitue-t-elle un pas vers la mise en pratique des fondements de l'économie islamique? Ces questions seront abordées à travers les points suivants: le contexte historique qui aborde succinctement le taux d'intérêt comme un des outils de la politique monétaire, les limites de la PTIZ à travers l'expérience du Japon. De quels taux d'intérêts parle-t-on ? Quel en est le bénéficiaire ? L'économie islamique et la PTIZ et, enfin, en guise de conclusion, les résultats et les recommandations.

Key Words: Monetary Policy, ZIRP, Financial Crises, Islamic Finance, Islamic Economics, Japan.
JEL: B59, E52, G01, Z12.

المقدمة

إن الأزمة المالية التي أصابت قطاع الرهن العقاري في الولايات المتحدة منذ أواخر عام 2006م، ثم تفاقمت خلال الأعوام التالية تحولت إلى أزمة مالية عالمية كبيرة الحجم والآثار لم يسلم منها بلد أو قطاع على وجه التقريب على مستوى العالم. فآخر التقديرات لصندوق النقد الدولي تشير إلى أن معدلات نمو الاقتصاد العالمي ستشهد تراجعات كبيرة هذا العام [1] وربما العام القادم مما يتطلب تبني سياسات ومعالجات مالية ونقدية فردية وجماعية جذرية وغير مسبوقة للحيلولة دون طول بقاء هذه الآثار مما يزيد الوضع تعقيداً قد يعرض العالم لكساد ربما يكون أكبر من ذاك الذي شهده العالم في ثلاثينيات القرن الميلادي الماضي.

ومن بين تلك السياسات والحلول سياسة معدل الفائدة الصفري الذي طبق في اليابان من مارس 2001 إلى يونيو 2006م، وفي ظل الأزمة الحالية اتجهت الدول إلى مستويات قريبة منه فحسب آخر الإحصائيات وصل هذا المعدل في اليابان إلى 0.1%، وفي الولايات المتحدة بين 0% و0.25%، وفي كندا إلى 0.25%، وفي بريطانيا إلى 0.5%، وفي سويسرا بين 0% و0.75%، وفي الوحدة الأوروبية إلى 1.25%. فقد أعلن محافظ البنك النمساوي إفالد نوفوتني (Ewald Nowotny) أن خفض معدل الفائدة إلى أقل من 1% "يطرح الآن للنقاش" في مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي [2]. في هذه الورقة نحاول الوقوف على أبعاد هذه السياسة من خلال الإجابة على التساؤلات التالية: ما حقيقة هذه السياسة؟ وما مفعولها؟ ومن المستفيد منها؟ وهل تمثل في تطبيقها الحالي خطوة صوب الاقتراب من تطبيق مبادئ الاقتصاد الإسلامي؟ وسيتم علاج هذه التساؤلات من خلال خمس فقرات: الفقرة الأولى: سياق تاريخي، نستعرض فيه باختصار مركز وشديد معدل الفائدة كأداة من أدوات السياسة النقدية التي استخدمت منذ نشأة أول بنك مركزي على مستوى أوربا وأمريكا وهو بنك انجلترا الذي أنشئ عام 1694م وإلى يومنا هذا، وفي الفقرة الثانية نوضح معدل الفائدة المعني بالإجراء لأن الكتابات التي تناولت هذا الموضوع فيها كثير من العموميات مع عدم الدقة والتمحيص ثم نتبعه بإجابة على التساؤل التالي: من المستفيد؟ للوقوف على بعض الحقائق فيما يتعلق بالمستفيد الأكبر من هذه السياسة ، وفي الفقرة الثالثة نستعرض تجربة اليابان مع معدل الفائدة الصفري، وفي الفقرة الرابعة نتناول مسألة الاقتصاد الإسلامي وسياسة معدل الفائدة الصفري، وأخيراً الخاتمة التي تتضمن أهم النتائج والتوصيات التي توصل إليها البحث .

مشكلة البحث

إن سياسة معدل الفائدة الصفري التي طبقتها اليابان على مرحلتين؛ الأولى :1999 -2000م، والثانية : 2001-2006م، وذلك عقب انفجار فقاعة العقار في تسعينيات القرن الميلادي الماضي، ثم اللجوء إليها في

[1] ذكر الصندوق في تقريره نصف السنوي عن الاستقرار المالي العالمي الصادر يوم 21 أبريل 2009م :"أنه يترجح أن تمر فترة طويلة قبل أن يتعافى الاقتصاد"، وكان مدير الصندوق قد صرح في 16 أبريل بأن الاقتصاد العالمي قد يشهد انكماشاً حاداً بتحقيق معدل نمو سالب هذا العام.

[2] **Franco, Erik** (2009), *BCE*: *Nowotny ouvre la porte à une baisse du taux directeur sous 1%*, 9 avril.

ظل تداعيات أزمة الرهن العقاري، أثارت جدلاً واسعاً بين الاقتصاديين و المحللين، ومن ذلك رؤية بعض المحللين المسلمين وغير المسلمين لهذه السياسة على أنـــها تعني إلغاء الربا أو الميل إلى تحريمه كما فعل الإسلام مثل الأديان التي سبقته قبل أربعة عشر قرناً. فهل الأمر كما يرى هذا البعض؟ أم أنه على خلاف ذلك؟

هدف البحث

يهدف البحث إلى بيان أن سياسة معدل الفائدة الصفري لا تعني إلغاء الربا بقدر ما أنــها تمثل إجراء تّمّ اللجوء إليه في ظل ظروف استثنائية وهي تخضع لرؤية اقتصادية بعيدة في منطلقاتـها وتطبيقاتـها عن مبادئ ومقاصد الاقتصاد الإسلامي.

الوضعية المعرفية

إن الكتابات حول سياسة معدل الفائدة الصفري، وبخاصة تلك التي تتعلق بالتجربة اليابانية، لا ت ـــهدف إلى تحديد موقف معين إزاء حرمة الربا إيجابًا أو سلبًا بقدر ما تسعى إلى تقييم مدى فاعلية هذه السياسة في تحقيق النتائج المتوخاة. ومما يدل على ذلك المقالة التي نشرها الاقتصادي السويسري ميشال سانتي بعنوان "كلنا الآن يابانيون"[3]!

وهناك -كما سيأتي بالتفصيل- من يربط معدل الفائدة الصفري من المسلمين وغير المسلمين بتحريم الربا . فقد اعتبر أحد المختصين في الاقتصاد الإسلامي أن سياسة معدل الفائدة الصفري اليابانية من أهم الأسباب التي أدت إلى نمو الصناعة المصرفية الإسلامية في السنوات الأخيرة . وفي المقابل هناك من نبه إلى ضرورة التفريق بين إلغاء معدل الفائدة وبطلانه أو تعطيله في ظل ظروف معينة [4]، ومن ثَمّ التفريق بين تحريم الربا ومعدل فائدة صفر[5]، مما يجعل القول، بأن سياسة معدل الفائدة الصفري التي تنتهجها بعض البنوك المركزية تتفق مع الإسلام غير صحيح، وفيه تفصيل[6].

وقد ارتأينا في هذه الورقة أن نؤكد على أن سياسة معدل الفائدة الصفري لا تتفق في منطلقاتـــها وتطبيقاتـها وأهدافها مع مبادئ ومنطلقات الاقتصاد الإسلامي الأساسية، وهذا ما يستدعي وقفة معرفية جادة تتمحور حول النقاط التالية:

- في إطار أي اقتصاد نتكلم: مغلق، شبه مغلق أو مفتوح؟
- على أي مستوى نتكلم: كلي، أو بيني، أو جزئي؟
- من هو الفاعل الرئيسي الذي تتمحور حوله هذه السياسة: البنوك التقليدية أم البنوك الإسلامية؟

---

[3] **Santi, Michel** (2008), *Nous sommes tous Japonais maintenant*, 3 décembre.
[4] **Allais**, **Maurice** (1947), *Economie et intérêt*, t. 2, p. 558.

[5] **المصري، رفيق** (1987م)، مصرف التنمية الإسلامي أو محاولة جديدة في الربا والفائدة والبنك، ص ص .: 24-25؛ **المصري، رفيق** (1999م)، فائدة القرض ونظرياتها الحديثة من وجهة نظر إسلامية، ص ص.: 53-54.

[6] **المصري، رفيق** (2009م)، الأزمة المالية العالمية من يتحمل مسؤوليتها؟، ص. 379؛ **المصري، رفيق** (2009م)، الأزمة المالية العالمية: أسباب وحلول من منظور إسلامي، ص. 385.

- في أي سياق يلجأ إلى هذه السياسة: في ظل الأزمات أم في غيابـها؟
- هل هناك اتفاق وتنسيق بين البنوك المركزية بخصوص هذه السياسة؟
- لأي غرض وضعت هذه السياسة؟
- من يتحمل أعباء هذه السياسة؟

منهجية البحث

عند الحديث عن سياسة معدل الفائدة الصفري يجدر التفريق بين المستويات الثلاث التالية:

- المستوى الجزئي (*micro*): السياسة التي تنتهجها المؤسسات المالية والبنوك التجارية وبعض الشركات التجارية الكبرى من خلال القروض الاستهلاكية.
- المستوى البيني (*meso*): السياسة التي تنتهجها السلطات المحلية مثل البلديات أو المحافظات والولايات من خلال القروض الموجهة للشركات الصغيرة والمتوسطة.
- المستوى الكلي (*macro*): السياسة التي تنتهجها البنوك المركزية بتحديد معدل الفائدة الأساسي بمستوى صفري أو قريب منه.

وقد يتساءل القارئ عن سبب هذا التمييز بين هذه المستويات الثلاث في مثل هذا البحث . والإجابة عن السؤال تكمن في النقاط التالية:

أولا: هناك خلط بين هذه المستويات الثلاث.

ثانيا: إن فهم حقيقة معدل الفائدة بأشكاله المتنوعة والمتعددة وأبعاده وتداعياته لا يمكن حصرها في أحد هذه المستويات الثلاث.

ثالثا: إن فهم أحد المستويات يعضد فهم المستويات الأخرى.

رابعا: إن ما يصح على المستوى الكلي قد لا يصح على المستوى الجزئي، والعكس صحيح، وهو ما يعرف في أدبيات الاقتصاد الكلي بخداع التجميع.

ومن هنا يتضح أن هذا البحث بحكم طبيعة الموضوع يركز على المستوى الكلي إلا أنه لا يهمل المستويين البيني والجزئي في حدود المعطيات المتوفرة والمدة المتاحة لإنجازه.

حدود البحث

يتناول هذا البحث بالدراسة والتحليل سياسة معدل الفائدة الصفري على المستوى الكلي؛ أي السياسة النقدية التي يحددها البنك المركزي فيما يتعلق بسعر الفائدة الأساسي . وهو يركز على تجربة اليابان مع معدل الفائدة الصفري مع محاولة ربط ذلك بما يجري لمواجهة آثار الأزمة القائمة.

عوائق البحث

من أهم العوائق التي واجهتنا في البحث ما يلي:

1. صعوبة الحصول على المعطيات المفصلة و الكاملة المتعلقة بالبنوك اليابانية، والمؤسسات المالية الأخرى، وبخاصة مؤسسات الائتمان.
2. عدم توفر بعض المصادر إلاّ باللغة اليابانية.
3. عدم توفر جميع المعطيات التي تغطي السنوات الأخيرة ومن نفس المصدر لضمان تجانس البيانات.

1. سياق تاريخي.

إن إجراء معدل الفائدة يمثل أحد أدوات السياسة النقدية التي يستخدمها محافظو البنوك المركزية (بنوك الحكومة) لتحقيق أهداف اقتصادية محددة؛ مثل مستوى عال من التشغيل، واستقرار مستوى الأسعار أي الحد من التضخم، ومستوى معين من النمو الاقتصادي، واستقرار الأسواق المالية. وقد استخدمت هذه الأداة بدرجات متفاوتة عبر التاريخ الممتد من نشأة أول بنك مركزي على مستوى أوروبا وأمريكا في انجلترا عام 1694م[7]، مروراً بنشأة آخر البنوك الكبرى ألا وهو بنك الاحتياط الفدرالي عام 1913م وإلى يومنا هذا . والجدير بالذكر أن غالب هذه المصارف ما نشأ إلا في أعقاب أزمة مالية أصابت القطر المعني [8] مثل أزمة المصارف التي أصابت أمريكا عام 1907م، فأنشئ بنك الاحتياط الفيدرالي على إثرها في عام 1913م للحيلولة دون تكرار مثيلاتـها. وعقب نشأة هذا المصرف و إلى غاية 1920م استخدم نسبة الحسم (Discount Rate) كمعدل فائدة أساسي، أي معدل الفائدة الذي يحدده المصرف المركزي، وقد كانت هذه النسبة منخفضة كما يذكر ميشكن[9]، كما أنـها كانت محفوفة بالمخاطر حيث أنـها ساهمت في ارتفاع معدلات التضخم حيث بلغ 14%، مما دفع بنك الاحتياط إلى الاعتراف بفشل هذه السياسة في سنوات 1919م و1920م، وهو ما دفعه إلى رفعها من مستوى 4.75% إلى 6% في يناير 1920م ثم أتبعها بزيادة أخرى إلى 7% في يونيو من نفس العام، وأبقى على هذا المستوى لمدة عام مما أدى إلى انخفاض عرض النقود أتبعه ركود حاد خلال 1920 و 1921م، لكن حصل فيما بعد انتعاش ونمو اقتصادي مما حدا بالأمريك يين الاقتصاديين منهم والعامة كما يقول ميلتن فريدمان[10] إلى الاعتقاد بأن سنوات الركود والأزمات قد ولت لأنـهم عثروا أخيراً على "البلسم الشافي" لمعالجة أدواء الأزمات، فجاءت سنوات الكساد الكبير (1929-1933م) لتوجه ضربة قاسية لهذا الاعتقاد ولتعيد كرة الأزمات وبوقع أشد، ولتخبرهم بمحدودية هذا "البلسم" في العلاج. بعد سنوات الكساد هذه ظهر تيار فكر اقتصادي بقيادة جونماينر كينز ، الاقتصادي

[7] تظهر البيانات الرسمية الصادرة عن بنك انجلترا أن معدلات الفائدة الاسمية الرسمية التي حددها البنك من تاريخ نشأته وإلى اليوم تراوحت قيمها بين 0.50% (2009/3/5م)، و 17% (1979/11/15م).

[8] يذكر هذه الحقيقة تشارلز كيندلبرجر، في كتابه عن الأزمات المالية الذي صدرت أول طبعة منه عام 1978م، وآخرها عام 2005م، وذلك من خلال سرد جملة من الأزمات مع ذكر أسباب وقوعها وتفاقم آثارها، فيذكر في العديد من تلك الحوادث غياب المسعف الأخير (*Lender of Last Resort*)، المتمثل في البنك المركزي لأن هذا الإجراء يمثل أحد الوظائف الأساسية له :

Charles Kindelberger (2005), *Panics, Manias, and Crashes: A History of Financial Crises*.

[9] **Mishkin, Frederic** (2003), *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, p.464.

[10] **Friedman, Milton** (1968), *The Role of Monetary Policy*, p.1.

البريطاني، الذي أتى على كثير من قناعات المدرسة الكلاسيكية، وخاصة تدخل الحكومة من خلال برامج التحفيز المالي (*Fiscal Stimulus*) لإصلاح الخلل الذي لا يمكن لقوى السوق "ذات الكفاءة العالية "، و لا المصلحة الفردية "المطلقة" أن يعيد للاقتصاد توازنه. كما اكتشف كينـــز بأن تخفيض معدل الفائدة الاسمي إلى الصفر أو إلى مستوى قريب منه لن يعيد للاقتصاد نشاطه لأن الناس ستقع في "فخ السيولة (*Liquidity Trap*)"[11]، أي الاحتفاظ بالنقود في حسابات تحت الطلب أو قصيرة الأجل بدل استثمارات طويلة الأجل كالسندات[12]، لأن أسعار الفوائد غير مجزية لتحريك دورة الإقراض بالشكل المعتاد. كما وأنــها تساهم في تفاقم الوضع بزيادة الركود الاقتصادي، وتوجيهه صوب الانكماش ، ومن جهة أخرى فإن هذا المعدل يفقد السياسة المالية فاعليتها[13]، كما أنـــها تساهم في ارتفاع معدلات التضخم كما لا حظ البعض في الفترات التي أعقبت الحرب العالمية الثانية[14]. وقد وجهت لنظرية كينز هذه انتقادات من قبل كثير من الاقتصاديين [15]، إلا أن النتيجة التي توصل إليها صحيحة في تفسير أحد جوانب إحجام المؤسسات والأفراد عن الإقراض والاقتراض في فترة الاضطرابات المالية، والجانب الآخر هو انعدام الثقة بسبب حالة عدم التأكد (*uncertainty*) فيما يتعلق بتطورات الأحداث في المستقبل، علاوة على معدلات الفائدة المرتفعة التي يتحملها الأفراد والمؤسسات في ظل هذه السياسة كما سيتضح معنا في الفقرات القادمة . وعلى الرغم من ظهور هذا التيار الفكري الكبير الذي تبلور في مدرسة اقتصادية عرفت بالكينزية، وظهور مدارس أخرى كالمدرسة النقدية التي برزت أفكارها بشكل كبير منذ خمسينيات القرن الميلادي الماضي من جامعة شيكاغو والتي كان من أهم ما ركزت عليه هو "كمية النقود المعروضة" كأداة أساسية في السياسات النقدية بدل الاعتماد على معدل الفائدة[16]، خاصة في ظل ظروف معدلات الفائدة المتدنية، وما صاحب استخدام معدل الفائدة من انتقاد إلا أنه ظل يُستخدم بدرجات متفاوتة طوال العقود السابقة وإلى الآن. ومن أمثلة ذلك ما مارسه بنك الاحتياط الفدرالي في السنين التي سبقت الأزمة. فخلال المدة من 25 يونيو 2003م إلى 29 يونيو 2006م[17] رفع البنك معدلات الفائدة

---

[11] **Keynes, J.-M.** (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, p.207.

ولتجنب هذا الفخ اقترح الاقتصادي الأمريكي ميلتن فريدمان، أحد رواد مدرسة شيكاجو ومنظريها، بأن تعمد السلطات إلى مد الوحدات الاقتصادية بالسيولة اللازمة بالطريق المباشر أي بتجنب وساطة المؤسسات المالية، كالبنوك . وعندما سئل كيف يمكن ذلك؟ فأجاب بأن تقوم الحكومة بتقديم هبات للأفراد أو المؤسسات، وهكذا باتت تعرف "بأموال الهبة" أو" الهيلكوبتر"، أي إما تقديمها بشكل مباشر أو رمي الدولارات من الهيليكوبتر، كما عبر عنها البعض.

[12] **Keynes, J.-M.** (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, p.171 & p.207.

[13] **Keynes, J.-M.**, *Ibid*, p.207; **Krugman, Paul** (1998), *It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap*, p.137.

[14] **Friedman, Milton** (1968), *The Role of Monetary Policy*, p.2.

[15] انظر على سبيل المثال: **Hukukane Nikaido**, (1998), *Keynes's Liquidity Trap in Retrospect*.

وهناك من اعتبر عامل تفضيل السيولة في نظام اقتصادي رأسمالي خاص بالبنوك مثل هيمان مينسكي:

Fernando J. Cardim de Carvalho (1999), *On Banks' Liquidity Preference*, p.1.

[16] من أهم منظري هذه المدرسة ميلتن فريدمان صاحب التركيز الشديد على "النظرية الكمية للنقود"، وكتاب "التاريخ النقدي للولايات المتحدة 1867 -1960"، والذي ألفه مع آنا شوارتز:

Milton Friedman, and Anna Jacobson Schwartz (1963), *A Monetary History of the United States, 1867-1960*.

[17] إحصائيات مجلس محافظي الاحتياط الفدرالي (*Board of Governors of the Federal Reserve System*).

الأولية (*Primary Rates*) من واقع 2% إلى مستوى 6.25% على 18 مرحلة (أي بمعدل 6 زيادات في العام) كل زيادة بـــ 25 نقطة أساسية أي 0.25%، وقد وجهت انتقادات عديدة لهذه السياسة التي ابتدأها آلن غرينسبان[18] وواصلها بن برناركي. وعلى الرغم من هذا فإن استخدام معدل الفائدة الصفري برز بشكل كبير في السنوات الأخيرة خاصة بعد الركود الكبير الذي شهده اليابان في تسعينيات القرن الميلادي الماضي وبداية القرن الحالي على إثر انفجار فقاعة القطاع العقاري ثم في ظل الأزمة القائمة، مما ولد نقاشات علمية وعملية واسعة حول هذه السياسة؛ مفعولها وأهدافها وآثارها.

2. عن أي معدل فائدة نتكلم؟ ومن المستفيد؟

إن الفائدة بنظرياتـها ومعدلاتـها من المواضيع الشائكة التي برزت فيها تباينات كبيرة فيما بين الاقتصاديين، وفيما بينهم وبين محافظي المصارف المركزية، وفيما بين راسمي السياسات النقدية على مستوى البنوك المركزية، بل وحتى بين غيرهم من أهل التخصصات الأخرى، وهو ما يعضد أنه لاتوجد نظرية شاملة ومقنعة للفائدة، كما لا يوجد معدل فائدة "توازني" من شأنه أن يساهم في عملية النمو الاقتصادي دون ظهور إشكاليات تدفع بهإلى الارتفاع أو الانخفاض حسبما تمليه الظروف السائدة التي يصعب التنبؤ بـــها. يقول الاقتصادي الفرنسي موريس آليه (Maurice Allais) في مقدمة كتابه "الاقتصاد والفائدة "[19]:"إن كبار المفكرين في علم الاقتصاد، ونذكر منهم في المرتبة الأولى فون بوهم بافرك Von Boehm-Bawerk، وإيرفينغ فيشر Irving Fisher، وجون ماينر كينز J. M. Keynes، حاولوا منذ أكثر من قرنين حل مشكلة الفائدة. إلا أنه رغم تباين الأساليب المستعملة، علينا أن نلاحظ أن القلق ما يزال في الأذهان، وأن واحدة من النظريات لم تتمكن من أن تفرض نفسها فرضاً قاطعاً. والصعوبات التي تطرحها مشكلة الفائدة لم تزل آخذة في الازدياد مع ازدياد العمق في تحليلها ودراستها [...]. إن مشكلة الفائدة في الواقع تشكل بلا ريب واحدة من أعوص المشكلات في علم الاقتصاد، وإن دراستها مفيدة وأساسية قطعاً . فعلى حلها النهائي يتوقف في الحقيقة فهم الاقتصاد في مجمله ومعرفة التدابير العملية التي يجب اتخاذها في كل سياسة رشيدة وعقلانية".

وهذه النتيجة التي توصل إليها آليه بعد دراسة عميقة للفائدة ونظرياتـــها قد تفسر بعض أبعاد قول عمر بن الخطاب ﷺ فيما أخرجه الشيخان وغيرهما : "ثلاث وددت أن رسول الله ﷺ كان عهد إلينا فيهن عهدا ننتهي إليه: الجد، والكلالة، وأبواب من أبواب الربا". وقول عمر ﷺ دقيق ومعبر :"**أبواب من أبواب الربا**"، ولم يقل "الربا" وهو ما يفند ما ذهب إليه بعض المهتمين بالاقتصاد الإسلامي[20] من أن عمر لم يتوصل إلى

[18] يعتبر البعض أن سياسة معدلات الفائدة المنخفضة التي اتبعها جرينسبان قبل سنوات الأزمة غذت بشكل كبير فقاعة الرهن العقاري، كما أن تغيير معدلات الفائدة عدة مرات في عام 2000م كان سبباً في انفجار فقاعة قطاع تكنولوجيا المعلومات (*The Burst of the dot-com bubble*) في 2000 و 2001م؛ انظر على سبيل المثال المقال التالي:

The Wall Street Journal (2008), *Another Bubble Bursts: Subprime mortgages were just the beginning*, October 24.

[19] **المصري، رفيق** (1987م)، مصرف التنمية الإسلامي أو محاولة في الربا والفائدة والبنك، ص ص.: 63-64.

[20] **Benmansour**, **Hacène** (2002), *L'Islam et le Riba*, p. 174.

الفهم الصحيح لكلمة الربا. والمقصود هو أن الربا من الكليات التي يدخل فيها جزئيات لا يمكن حصرها زماناً ومكاناً. ومعلوم أن الخلفاء الراشدين ﷺ "لهم في تبليغ كليات الدين ونشر أصوله ما ليس لغيرهم"[21].

ومما يعضد هذا الذي ذهب إليه آليه هو تحديد المقصود بمعدل الفائدة على المستوى النظري و بتحديد مقداره "التوازني" على المستوى العملي. فعلى المستوى النظري عادة ما يشير الاقتصاديون إلى معدل الفائدة الخالص (*Pure*) وهو سعر العائد على رأس المال في ظل سوق مال تام المنافسة، وفي إطار ظروف يقينية (*Zero Risk*)[22]، إلا أنه عندما يطلب منهم تحديد المراد بذلك يثور جدلاً كبيراً فيما بينهم. فالكلاسيك على سبيل المثال يعنون به المعدل التوازني؛ أي توازن مستوى الادخار مع مستوى الاستثمار في ظل الظروف السوقية المشار إليها آنفاً، وهو ما يقابله المعدل الطبيعي (*Natural*)، الذي تحدث عنه كل من ويكسل (Wicksell) وبوهم بافرك (Boehm-Bawerk)، والمعدل المحايد (*Neutral*)[23]، الذي تحدث عنه الاقتصاديون في الثلاثينيات[24] . وقد تناول كينز في كتابه "النظرية العامة" هذه المفاهيم فرفض مفهوم الكلاسيك، ووضع شرحاً لمفهوم الفائدة الطبيعي لدى ويكسل على أنه المعدل الذي يحافظ على تساوي معدل الادخار بمعدل الاستثمار عند مستوى معين من التوظيف[25]. وانتهى كينز إلى أنه يوجد معدلات فائدة مختلفة حسب مستويات التشغيل التي تسعى الحكومات تحقيقها؛ بمعنى إذا كانت تريد مستوى تشغيل "كامل"، فإن ذلك يقابله معدل فائدة "طبيعي" معين، وهكذا نجد أنه عند كل مستوى توظيف تحقق يقابله معدل فائدة طبيعي ، وهو ما يعني في النهاية تحقيق التوازن الاقتصادي [26] عند تلك المستويات من التوظيف ومعدل الفائدة . وعلى الرغم من الجهد الذي قام به كينز وبعد مرور هذه المدة الزمنية من نشر أعماله الشهيرة لا يزال الغموض سائداً، لأن الذي يتحدث عنه كينز أو من جاء قبله أو بعده لا يعمل إلا على ترسيخ هذا الأمر كما ذكر آليه، وهذا من المآخذ التي أشار لها بعض الاقتصاديين المسلمين فيما يتعلق بالرد على مبررات "تحليل" الفائدة[27].

---

[21] **السعدي، عبد الرحمن** (1419هـ)، طريق الوصول إلى العلم المأمول بمعرفة القواعد والضوابط والأصول، ص. 99.

[22] وهذه شروط غاية في المثالية والتجريد لأنه يستحيل وجودها على أرض الواقع ولهذا انتهى فيشر إلى تقرير أنه يستحيل إعطاء مفهوم دقيق وعملي لمعدل الفائدة الخالص:

"*While any exact and practical definition of a pure rate of interest is impossible, we may say roughly that the pure rate is the rate on loans which are practically devoid of chance*"; **Fisher, Irving** (1930), *The Theory of Interest*, p.19.

[23] وقد أشار كينز في كتابه "النظرية العامة" إلى أن هذا المفهوم يختلف عن مفهوم كل من ويكسل وبوهم-بافرك لمعدل الفائدة الطبيعي:

Keynes, **J. M.** (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, p.242.

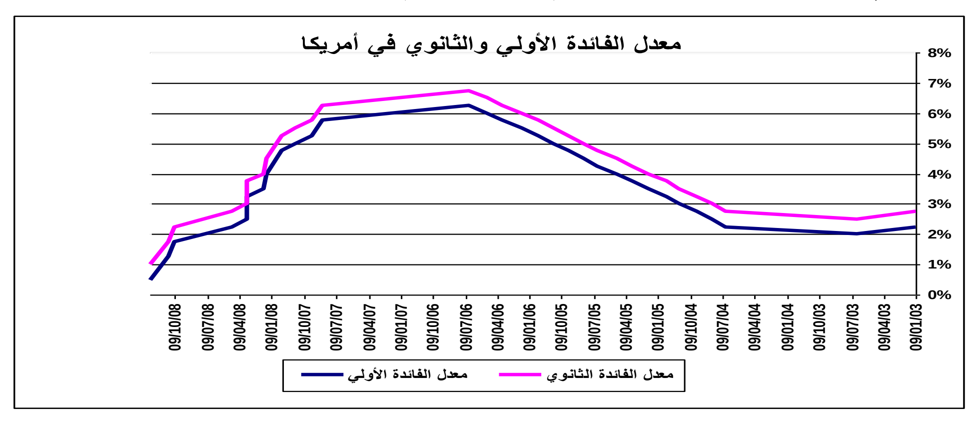
[24] **Keynes**, **J. M.**, *ibid*, p. 183.

[25] **Keynes**, **J. M.**, *ibid*, p. 242.

[26] لقد انتقد هيمان منسكي مفهوم التوازن الاقتصادي بل رفضه، وهو أحد الأوفياء الكبار للفكر الكينزي، لأن التوازن الذي يتحدث عنه الاقتصاديون ما هو إلا أمر نظري مدون في كتبهم أو يشرحونه لطلابهم، أما من حيث الواقع الذي عليه النظام الرأسمالي هو عدم الاستقرار ويتخلل ذلك فترات هدوء، وهذا الذي ذهب إليه مينسكي بعد نشر قناعاته في كتاب له صدر عام 1986م وأعيد طباعته عام 2008م بعنوان "إحداث استقرار في اقتصاد غير مستقر"، ويعني به نظام الاقتصاد الرأسمالي، ثم المقال الذي نشر عام 1993م بعنوان "فرضية عدم الاستقرار المالي"، وكذلك رفض هذا المفهوم موريس آليه في كتابه "الاقتصاد والفائدة"، ص. 300.

[27] **Belouafi, Ahmed** (1993), *Asset and Liability Management of an Interest-Free Islamic Bank*, p.34.

أما على المستوى العملي فهناك العديد من معدلات الفائدة ، من أهمها معدل الفائدة الاسمي (*Nominal*)[28] الرسمي أو الأساسي (*Basic or Official Rate*)، وهو الذي يحدده المصرف المركزي في البلد كبنك الاحتياط الفدرالي في أمريكا، أو بنك اليابان، وتختلف تسميته من بلد لآخر، فعلى سبيل المثال يطلق بنك الاحتياط الفدرالي[29] اسم معدل الحسم (*Discount Rate*) على الفائدة الرسمية في الولايات المتحدة ويحدد لها ثلاثة أنواع؛ المعدل الأولي (*Primary Rate*)[30]، والمعدل الثانوي (*Secondary Rate*)، ثم المعدل الموسمي (*Seasonal Rate*). الأول يطبقه البنك على المؤسسات ذات الأداء المالي والائتماني الجيد على القروض القصيرة جداً في العادة لمدة ليلة (*Overnight*)، وهي ما يمكن أن نطلق عليه مؤسسات "الدرجة الأولى"، والثاني ويطبق على المؤسسات الأقل جدارة مالية من الأولى، وهي ما يمكن أن نسميه "بمؤسسات الدرجة الثانية"، والثالث ويطبقه على المؤسسات المالية الصغيرة الحجم والتي تعاني من اضطرابات في مقابلة احتياجاتها للسيولة على مدار العام، وهي "مؤسسات الدرجة الثالثة". والرسم التالي يوضح مستويات النوعين الأول والثاني[31] خلال الفترة من 2003م إلى 2008م.



رسم بياني (1): معدل الفائدة الأمريكي الأولي والثانوي خلال الفترة 2003م – 2008م.

المصدر: **The Board of the Federal Reserve System, 2009**

و يوضح الرسم السابق بأن معدل الفائدة الثانوي أعلى من معدل الفائدة الأولي وإن كان يقترب منه أو يتطابق معه في بعض الفترات كما هو حاصل هذه الأيام . وفي اليابان يحدد بنك اليابان معدل فائدة واحد ويطلق عليه معدل الحسم الأساسي (*Basic Discount Rate*) أو معدل القرض الأساسي (*Basic Loan Rate*)، بعد أن كان يطلق عليه اسم معدل الحسم الرسمي (*Official Discount Rate*)، ويمثل هذا المعدل الحد الأعلى للنسبة التي يفرضها البنك المركزي عند الإقراض للمؤسسات المالية للمدد القصيرة جداً (*Overnight*)،

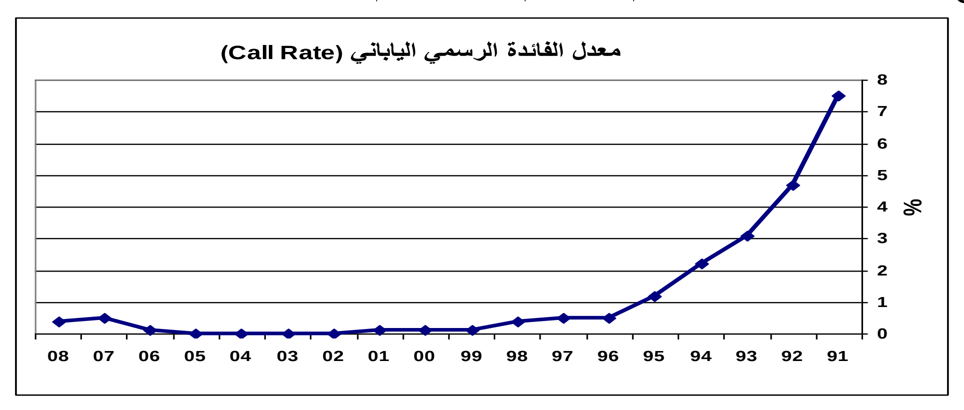
[28] وتعني معدل الفائدة الحقيقي مضافاً إليه معدل التضخم حسب معادلة فيشر.

[29] مجلس الاحتياط الفدرالي (The Federal Reserve Board).

[30] وهو أهم الأنواع ، ولهذا فإذا ورد في منشورات الاحتياط الفدرالي معدل الحسم (*Discount rate*)، فيقصد به هذا النوع. المصدر السابق.

[31] أما الثالث فلم تتوفر معطيات بشأنه ربما لقلة استخدامه لأنه موسمي.

والمعدل الفعلي الذي تتحمله المؤسسات المالية عند الاقتراض يطلق عليه (*Overnight Call Rate*) [32]، والرسم التالي يوضح مستويات ه ذا المعدل من عام 1990م إلى 2008م.



رسم بياني (2): معدل الفائدة الأساسي الياباني خلال الفترة 1990م – 2008م.

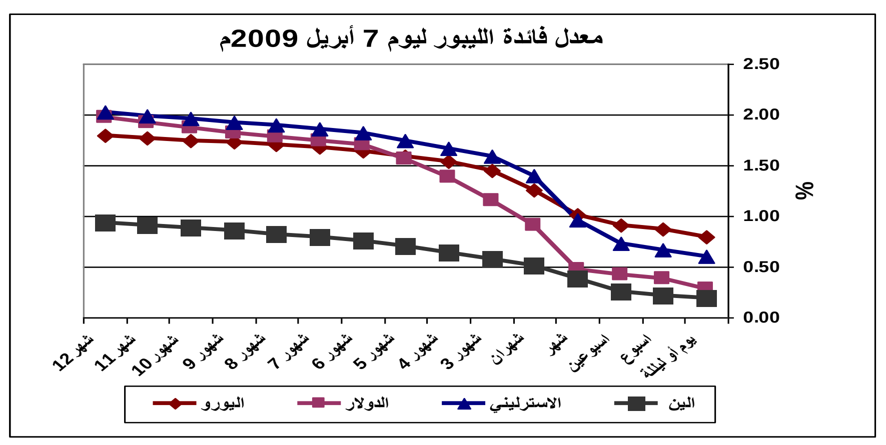
المصدر: The Bank of Japan

وكذلك الحال بالنسبة لمعدلات الفوائد الأساسية لدى المصارف الكبرى الأخرى مثل مصرف انجلترا ، والمصرف المركزي الأوربي. ويتضح من المعدلات المختلفة عبر الفترات الممتدة من تاريخ نشأة هذه المصارف وإلى الآن أن مستويات معدل الفائدة تمليها الظروف الاقتصادية والمالية للبلد أكثر مما يحددها وبشكل دقيق وبالمقدار المطلوب محافظو البنوك المركزية من خلال السياسات النقدية التي يريدون تحقيقها، وهذا ما يفسر لماذا يتأخر أو يتقدم البعض في اتخاذ القرار المناسب وفي الوقت المناسب لإحداث الأثر المرجو. ومن جهة أخرى هناك أمر في غاية الأهمية وهو يتمثل في التعارض بين السياس ات التي يحددها كل بلد في ظل الانفتاح الاقتصادي وهي تؤثر على انتقال رؤوس الأموال ومعدلات صرف العملات بين البلدان. فالرسمان السابق ان يوضحان مدى التباين بين السياسات النقدية في كل من أمريكا واليابان . وهو ما يتطلب قدراً من التنسيق بين البنوك المركزية لضمان فعالية السياسة النقدية التي يعتمدها بلد ما وخاصة في ظروف الأزمات . وفي ظل الأزمة الحالية رفض البنك المركزي الأوربي لحد الآن تخفيض معدلات الفائدة لأقل من 1.25%، في حين أن الولايات المتحدة تطالب بتخفيض أكبر.

نخلص مما سبق إلى أن معدل الفائدة الصفري عندما يطبق في ظل ظروف معينة كالتي يعيشها العالم اليوم فيراد تطبيق ذلك على معدل الفائدة الاسمي الأساسي أو الرسمي الذي يحدده المصرف المركزي، وهو إرشادي غير ملزم لا للمؤسسات المالية ولا حتى البنك المركزي تطبيقه، وهذا ما يبين أن الإقراض ليس مجاناً في ظل هذه السياسة، فحتى الأموال التي تقرضها المصارف المركزية للمؤسسات المالية تفرض عليها معدلات فائدة كما هو حالة الريبو (*Repo*)، أو نسبة الحسم (*Discount Rate*) عندما تشتري المصارف المركزية الأوراق المالية الحكومية من المؤسسات المالية وتمدها بالسيولة المقابلة لذلك ، كما أن الاحتياطات القانونية التي تحتفظ بـها المؤسسات المالية لدى المصارف المركزية تمنح عليها فوائد كذلك . وكذلك الحال في الإقراض بين البنوك

[32] حصل هذا التغيير للاسم ابتداء من 11 أغسطس 2006م؛ المصدر: The Bank of Japan.

بعضها لبعض وهذا ما توضحه مستويات الليبور (*LIBOR*)[33] السائدة حالياً. والرسم التالي يوضح معدلات فائدة الليبور الذي تقرض وتقترض على أساسه البنوك فيما بينها في سوق لندن يوم 7 أبريل 2009م:



رسم بياني (3): معدلات فوائد الليبور على الدولار واليورو والين والإسترليني من يوم إلى 12 شهراً

المصدر: **British Bankers Association, April 2009**

يظهر من الرسم أعلاه أن معدلات الفائدة منخفضة حيث لم تتجاوز 2% على الأموال التي تقرض لمدة سنة فيما الدولار والاسترليني، لكن يجب الانتباه إلى أن المبالغ المقترضة عبر هذه القناة كبيرة في أحجامها، مما يعني دفع فوائد معتبرة. فلو أخذنا على سبيل المثال حالة الين الياباني (*Yen*) التي تعتبر أدنى المعدلات؛ 0.19% لمدة يوم، و0.93% لمدة سنة، وعلى افتراض أن بنكاً تجارياً اقترض مبلغاً بقيمة 20 مليون ين، وهو مبلغ ضئيل جداً، فإنه سيدفع 38.000 ين على اقتراضه لمدة يوم، 186.000 ين كفوائد لمدة سنة. ومع ذلك فإن هذه المعدلات لا تقارن بحال بما يفرض على الأفراد كما سيتضح معنا.

إن هذه الوضعية تزيد المرء حيرة، هل نحن أمام سياسات لها نصيب من التطبيق الحرفي الصارم أم أننا أمام مفارقات، و"أساطير"، يراد منها إرسال رسائل "نفسية"، و"توجيهية"، وهذا ما يعضد مرة أخرى حقيقة أن الفائدة كانت ولا تزال تمثل اللغز الكبير في علم الاقتصاد[34].

أما معدل الفائدة الذي يتحمله الأفراد فهو يعبر عنه بالمعدل السنوي (*Annual Percentage Rate*) أو المعدل السنوي الفعلي (*Effective Annual Rate*)[35]، ويدخل في عملية احتساب هذا المعدل عوامل عدة منها؛ معدل الفائدة الأساسي أو معدل الليبور الذي يعد كلفة بالنسبة للمؤسسة المالية مضافاً إليه تكاليف أخرى يختلف أمر إدخالها ومقدارها من مؤسسة لأخرى، كما أن غرامات الدفع المسبق (*Early Redemption Charge*)[36] تطبق في كثير من الحالات وخاصة نسب الفوائد المتدنية، وكذا المخاطر التي تتوقعها المؤسسات

---

[33] وهي اختصار لعبارة "*London Interbank Offered Rate*"، ونسبة هذا المعدل تحدد يومياً لعشر عملات عالمية من قبل جمعية البنوك البريطانية (British Bankers Association)، وهي مستخدمة على نطاق واسع كسعر فائدة أو "عائد" لتسعير كثير من المنتجات المالية بما فيها الإسلامية.

[34] **المصري، رفيق** (1987م)، مصرف التنمية الإسلامي أو محاولة في الربا والفائدة والبنك، ص. 63.

[35] أي الذي يتحمله الأفراد فعلياً.

[36] أي غرامة التسديد للمبلغ المقترض قبل موعد استحقاقه.

المانحة للقروض وعادة ما تكون أسعار المخاطر مرتفعة في ظروف الا ضطرابات المالية، فعلى سبيل المثال المعدلات السنوية التي تفرضها الآن [37] بعض المحلات التجارية التي تصدر بطاقات ائتمانية خاصة بـــها في بريطانيا تتراوح قيمها بين 15.3 % و 39.9%[38]، وهو ما يعادل أكثر من 80 ضعفاً معدل الفائدة الأساسي الذي حدده بنك انجلترا في تغييره الأخير لهذا المعدل.

ولا يختلف هذا الوضع من حيث اتجاهه العام عن أوضاع البلاد الأخرى التي خفضت معدلات الفائدة إلى مستويات قريبة من الصفر. ففي موقع متخصص بقوانين الربا في أمريكا [39] وضع السؤال التالي :"ما هو أعلى معدل فائدة محدد على بطاقتك الائتمانية؟"[40]، فكان الجواب كالتالي: 51% يدفعون معدلات فوائد تتجاوز 25% في السنة، و43% يدفعون فوائد تتراوح قيمتها بين 10 و25%، و76% تفرض عليهم فوائد تتجاوز 20% في السنة، وهذه الأرقام توضح بكل جلاء أن معدلات الفائدة التي تفرض على بطاقات الائتمان في أمريكا الآن تتجاوز 15% في السنة. وفي سؤال آخر على نفس الموقع حول ما هي أصعب مشكلة مالية تواجهها الآن؟[41]، فاحتلت أسعار البنزين المرتبة الأولى (35%) ، ثم أتت بعدها بطاقات الائتمان بنسبة 32% من الذين أجابوا على السؤال. وفي مقابل ذلك فإن معدلات الفوائد التي تدفع مقابل المبالغ المودعة لدى المؤسسات المالية منخفضة جداً[42]. وهذه المعطيات مجتمعة تعضد فرضية البحث من أن أسعار الفوائد الفعلية التي يتحملها الأفراد مرتفعة جداً.

ومما يزيد الصورة ايضاحاً وجود نوع من الإقراض يعرف بالإقراض اليومي (*Payday Loan*)، ومدد القروض التي تمنح على هذا الأساس قصيرة جداً تتراوح بين اليوم والشهور، كما أن حجم المبالغ صغير جداً عادة ما يستخدم لمقابلة الاحتياجات اليومية من قبل الذين يقترضونـــها إلا أن معدلات الفائدة فيها كبير

[37] ذكرت صحيفة الفاينشيل تايمز (Financial Times) البريطانية بتاريخ 2009/4/22م أن 28 شركة من الشركات المانحة لبطاقات الائتمان زادت معدلات الفوائد أو الرسوم على بطاقاتـــها على الرغم من معدل الفائدة المنخفض الذي يصل إلى مستوى 0.5%. وهذا الوضع لا يختلف عن أمريكا حيث تتراوح معدلات الفوائد على بطاقات الائتمان بين 10 و 17% في السنة. ولهذا السبب فقد طالب بعض أعضاء الكونجرس من الحكومة التدخل على وجه السرعة بعدم السماح لشركات بطاقات الائتمان الزيادة في معدلات الفوائد والرسوم، كإجراء استثنائي يراد تطبيقه مع حلول عام 2010م؛ المصدر: www.creditcards.com.

[38] uk.creditcards.com.

[39] www.usurylaw.com.

[40] *"What's the highest interest rate you currently have on a credit card?"*. ونظراً لهذا الوضع فقد عقد الرئيس الأمريكي أوباما (Obama) يوم الخميس 2009/04/23م اجتماعاً مع المديرين التنفيذيين لكبار البنوك والشركات المعنية بإصدار البطاقات الائتمانية لحثها على تيسير التعامل بالبطاقات نظراً لتصاعد الشكاوى من مستخدمي البطاقات الائتمانية من ارتفاع رسومها وسعر الفائدة الذي تفرضه عليها.

[41] *"What's the most difficult financial problem for you right now?"*.

[42] مثال ذلك: تتراوح قيمها حول نسبة 3% على المبالغ المودعة في الحسابات الادخارية لدى العديد من المؤسسات المالية البريطانية.

وبشكل خيالي جداً[43]، وهي موجودة في معظم البلاد المتقدمة مثل أمريكا وبريطانيا، وكندا وقد انتشر أمر الإقدام عليها في الأزمة الأخيرة[44].

بعد هذا العرض هل نحن أمام "الفائدة" التي إذا انتقل معدلها إلى الصفر تحولت إلى "الإسلامية"؟ أم أننا أمام أشكال وأنواع مختلفة تحتاج إلى دراسات تفصيلية لمعرفة معدلات فوائدها الفعلية السنوية (*Effective Annual Rate*)، وشروطها المكتوبةبالحروف الصغيرة (*Small Prints*)، ومن ذلك معدلات بعضها الخيالية التي يتم الوصل إليها بطرق فيها كثير من الغموض والتعقيد من خلال الغرامات التي لا تدرج ضمن المعدلات المعلن عنها في الإعلانات الدعائية، أو بالتحايل على قوانين الربا –بمفهومه القانوني- كما هو الحال في الولايات المتحدة[45]. أما فيما يتعلق بالاستفادة المباشرة والكبيرة من هذه السياسة فإن رأس القائمة يتصدرها البنوك ثم بقية المؤسسات المالية الأخرى كما هو واضح مما سبق من عرض، أما الأفراد فلهم النصيب الأكبر في تحمل الخسائر الناجمة عن هذه الاضطرابات لتؤصل لمبدأ "خصخصة الأرباح وتأميم الخسائر". يسجل هذه المفارقة البالغة بول كروجمان عندما يذكر أن الخسائر الناتجة عن انخفاض قيم الأصول في سوق العقار في أمريكا تقدر بـــ 8.000 مليار دولار يقع حوالي 7.000 مليار دولار (أي نسبة 87.5%) على العائلات، في حين لا تتحمل المؤسسات المالية سوى 1.000 مليار دولار فقط، وهو ما يمثل نسبة 12.5%[46]!

3. حدود سياسة معدل الفائدة الصفري: تجربة اليابان

للسياسات النقدية و المالية أهداف اقتصادية كلية محددة تسعى السلطات المالية، كمحافظي البنوك المركزية إلى تحقيقها من خلال أدوات مختلفة كعمليات السوق المفتوحة ومعدل الفائدة ولكي تكون الأداة فعالة يجب توافر شروط معينة فيها ومن ذلك[47]:

---

[43] ذكر مركز الإقراض المسؤول (Center for Responsible Lending) في دراسة له عن الموضوع في مارس 2009م من أن هذه النسبة وصلت مستوى 475% في بعض الحالات، واستشهد بحالة شخص اقترض مبلغ 200 دولار لمدة خمس سنوات فدفع مبلغ 5.000 (نعم خمسة آلاف) دولار في شكل فوائد ورسوم على المبلغ المقترض:

Center for Responsible Lending (2009), *Congress Should Cap interest Rates*, p.1

[44] فعلى سبيل المثال ارتفع حجم هذه القروض في بريطانيا خلال الفترة من أغسطس 2007م إلى يونيو 2008م بواقع 130%، وكذلك الحال في الولايات المتحدة قبل وبعد انفجار فقاعة الرهن العقاري:

The Department of Financial Institutions (2007), *Payday Lending Report*; **Carsey Institute** (2006), *Subprime and Predatory Lending in Rural America: Mortgage Lending Practices that can trap Low-income People*.

[45] هناك قوانين خاصة بالربا في الولايات المتحدة، وبعض الدول تدرج ذلك ضمن قوانين العقوبات كما هو الحال في كندا والتي حددت سقف الربا بـــ 60%، والمقصود بالربا هو النسبة التي تتجاوز تلك المحددة قانوناً. فقد ذكرنا الحال بالنسبة لكندا، أما في أمريكا فهناك محاولات لتحديده بسقف أعلى بما لا يتجاوز 36%، إلا أن هذا الوضع بعيد المنال لاستقلالية كل ولاية في تحديد ذلك ضمن حدودها الجغرافية. أما في اليابان فقد كانت هناك محاولات في أواخر التسعينيات من القرن الماضي، أي في عز تطبيق سياسة معدل الفائدة الصفري بتحديد سقف أعلى لمعدلات فوائد الإقراض بما لا يتجاوز 20% في السنة. وهذه الأمور وما سبق ذكره في الورقة يعضد الصعوبات البالغة التي تواجه مثل هذه التشريعات، مما يفتح المجال واسعاً للفهم والتطبيق ثم الاستغلال للفئات المعدمة . لمزيد تفصيل حول بعض هذه القضايا على مستوى أمريكا يمكن زيارة موقع مركز الإقراض المسئول، والتواصل مع القائمين عليه على الرابط التالي: www.responsiblelending.org.

[46] **Melonio, Thomas** (2009), *Krugman d'une crise à l'autre*, p. 3.

[47] **Mishkin, Frederic** (2003), *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, p.461.

1. لا بد أن تكون الأداة قابلة للقياس.

2. لا بد أن يكون مقدوراً على التحكم فيها.

3. لا بد أن يكون لها تأثيراً قابلا للتنبؤ به بالنسبة للهدف النهائي المراد تحقيقه . وهذا يمثل أهم معيار للحكم على مدى فعالية الأداة من عدمه.

وسياسة معدل الفائدة الصفري لا تخرج عن هذا الإطار حيث أن الذين لجأوا إليها يسعون إلى تحقيق جملة من الأهداف منها؛ زيادة مستويات الاستثمار في الاقتصاد بتخفيض كلفة رأس المال، محاربة الانكماش والحفاظ على مستويات مستقرة للأسعار لكي يعاود الاقتصاد نموه، والتأثير في مستويات الكتلة النقدية. وقد كانت هذه الأهداف نصب أعين راسمي السياسات النقدية والمالية على مستوى البنك المركزي الياباني عندما دخل الاقتصاد في ركود حاد في تسعينيات القرن الماضي والأعوام الأولى من القرن الحالي . وسنناقش هذا في الفقرتين التاليتين:

3-1. الإطار النظري

من مسلمات الفكر الاقتصادي الرأسمالي فيما يتعلق بمعدل الفائدة النقاط الثلاث التالية:

• استحالة وجود اقتصاد من دون بنوك، ولا بنوك من دون فوائد . يقول موريس آليه :"لابد من أن نميز بالطبع بين إلغاء الفائدة وإبطال معدلها، فذانك أمران متميزان تماماً . ففي حين أن الأول أمر مستحيل تماماً، فإن الثاني على العكس لا يبدو مستبعداً ضمن بعض الشروط، من ميدان الإمكانات والاحتمالات "[48]. أما بول ساموبلسون فقد ذهب إلى أبعد من ذلك في دفاعه حيث يرى "أنها ظاهرة أساسية لا يمكن أن تختفي في أي عالم اقتصادي، مهما كان مثالياً، ويرى أنها لا يمكن أن تصبح صفراً"[49].

• العلاقة الوثيقة بين الاستهلاك والاقتراض بالفائدة، ومن ثم فإن معدل الفائدة يعبر عن التفضيلات الزمنية للمستهلكين.

• يسجل الاقتصادي الفرنسي جون بول فيتوسي أن معدل الفائدة يشكل أهم المتغيرات الاقتصادية بقوله : "ليس شرطًا أن تكون عالمًا كبيرًا لتفهم بأن معدل الفائدة يشكل في النظام الرأسمالي متغيرًا حاسًما وربما المتغير الاقتصادي الأكثر أهمية لأن معدل الفائدة يمكن أن يكون متغيرًا اجتماعيًا أي أكثر من متغير اقتصادي . إن مستوى معدل الفائدة يقود التصور الذي يكنه مجتمع ما لمستقبله ويحدد في نفس الوقت توزيع الدخول وثمار النمو"[50].

وعندما تحتاج البنوك في بعض الأحيان إلى سيولة وعلى وجه السرعة فإنها تقترض مبالغ من البنك المركزي أو من بنك تجاري آخر من خلال معدل فائدة يعرف مسبقًا. وبما أن هذا القرض يكلف البنوك مالاً وأنها تبحث عن تحقيق أرباح فإنها تُحمِّل هذه الكلفة على الفاعلين الاقتصاديين (العائلات والشركات

[48] **المصري رفيق** (1987م)، مصرف التنمية الإسلامي أو محاولة جديدة في الربا والفائدة والبنك، ص . 24.

[49] **المصري رفيق** (1993م)، أصول الاقتصاد الإسلامي، ص. 213.

[50] **Fitoussi, Jean-Paul** (2000), *L'avenir de l'Europe*: *l'ambition d'un autre contrat social*, p. 174.

ورجال الأعمال) الذين يقترضون منها. ومن هنا يتضح أن البنوك كوسيط مالي تحدد في كل الحالات معدل فائدة أعلى من معدل الفائدة الذي تدفعه للبنك المرك زي. فإذا رفع البنك المركزي معدله ترفع البنوك التجارية بدورها معدلها بمستوى يحقق لها الأرباح المنشودة. وإذا غير البنك المركزي معدله فإنه يُغيِّر بصفة غير مباشرة معدلات الفائدة الأخرى. وهذا يوضح أن معدل الفائدة الأساسي توجيهي وإرشادي وليس إلزامي يسعى من خلاله البنك المركزي إلى تقنين الاستثمار ودفع النشاط الاقتصادي في فترات تراجع النشاط الاقتصادي والحد من الإفراط في الاستثمار في فترات النشاط الزائد.

ويجدر التفريق عند الحديث عن سياسة معدل الفائدة الصفري بين ثلاث حالات إقراضية يغفل عنها الكثير من الاقتصاديين بما فيهم الباحثين في الاقتصاد الإسلامي: من البنك المركزي إلى البنك التجاري عندما يتوفر لهذا الأخير الاحتياط الكافي الذي يمكنه من الاقتراض، ومن البنك التجاري إلى بنك تجاري آخر عندما لا يتوفر مثلاً للأول احتياط كافي للإقتراض من البنك المركزي، ومن البنك التجاري إلى الفاعلين الاقتصاديين .

والجدول التالي يلخص هذه الحالات:

المقرض	المقترض	قيمة معدل الفائدة
البنك المركزي	البنك التجاري	قريب من الصفر (وهو مستويات وأنواع لدى بعض الدول كما مر معنا)
البنك التجاري	البنك التجاري	نسبة صغيرة، لكنها أكبر من السابقة تختلف باختلاف المدة والعملة
البنك التجاري	الفاعلين الاقتصاديين	نسبة أكبر وبدرجات متفاوتة يحددها بناء على عوامل منها المدة، الحجم، حالة العون الاقتصادي

ويفرق الاقتصاديون بين "معدل الفائدة الاسمي" و"معدل الفائدة الحقيقي"؛ فالأول يساوي الثاني مضافاً إليه معدل التضخم المتوقع حسب معادلة فيشر (Fisher)[51]:

$$i = r + \pi$$

فإذا كان i هو معدل الفائدة الاسمي، و r معدل الفائدة الحقيقي وπ هو معدل التضخم المتوقع.

وعندما يتفق مقترض ومقرض على معدل فائدة اسمي فأنهما يجهلان كيف سوف يتغير معدل التضخم بين مرحلة إبرام العقد والأجل الخاص بتسديد القرض. وهذا يدفع إلى التفريق بين مفهومين مرتبطين بمعدل الفائدة: معدل الفائدة الحقيقي الذي يتوقعه المقترض والمقرض عند إبرام العقد والذي يسمى معدل الفائدة الحقيقي المتوقع (*ex ante*) من جهة، ومعدل الفائدة الحقيقي الذي يتحقق فعليًا بعد ذلك والذي يسمى معدل الفائدة الحقيقي المتحقق (*ex post*) من جهة أخرى.

[51] تجدر الملاحظة أن هذه المعادلة ليست إلا مقاربة إذ أن المعادلة الأصلية هي ما يلي:

$$r\pi + \pi + r + 1 = 1 + i \Leftarrow (1 + \pi)(1 + r) = (1 + i) \Leftarrow (1 + i) / (1 + \pi) = (1 + r)$$

إذا كانت قيمة المتغيرات r ، i وπ ضئيلة نسبيًا فهذا يجعل قيمة $r\pi$ لا يعتد بها، وبالتالي فإن المعادلة السابقة تكتب على النحو الآتي:

$$\pi + r \approx i$$

وإذا كان غير ممكن للمقترض والمقرض أن يتنبأ بمنتهى الدقة بمعدل التضخم في المستقبل، فإنهما يحرصان على تتبع تغيره الزمني. وإذا سمينا π معدل التضخم المستقبلي الحقيقي و π^e معدل التضخم المستقبلي المتوقع، فإن معدل الفائدة الحقيقي المتوقع (*ex ante*) يكتب على النحو الآتي:

$$r = i - \pi^e$$

ومعدل الفائدة الحقيقي المتحقق (*ex post*) يكتب كما يلي:

$$r = i - \pi$$

ومن هنا يمكن كتابة معادلة فيشر (Fisher) على النحو الأتي:

$$i = r + \pi^e$$

ويفترض الاقتصاديون أن توازن السلع والخدمات في السوق هو الذي يحدد معدل الفائدة الحقيقي المتوقع r. في حين أن تغيرات معدل الفائدة الاسمي i تتناسب مع معدل التضخم المتوقع π^e. ويحدد البنك المركزي معدل الفائدة الاسمي وفق معدل التضخم المتوقع صعودًا أو هبوطًا، إيجابًا أو سلبًا. وهذا يبيِّن أن معدل الفائدة هو عبارة عن رد فعل ينحصر بطبيعته على المدى القصير أكثر مما هو آلية إستراتجية فعالة على المدى الطويل تعزز الثقة وتربط التمويل بالاقتصاد الحقيقي.

وفي حالة ارتفاع الأسعار ($\pi > 0$) تحرص البنوك المركزية على أن معدل الفائدة الاسمي يبقى فوق مستوى التضخم المستهدف الذي ينحصر في منطقة استهداف (*inflation-targeting zone*) بين مستوى تضخم أدنى $\underline{\pi}$، ومستوى تضخم أعلى $\overline{\pi}$ ($\overline{\pi} > \pi > \underline{\pi}$)[52].

وفي فترة الركود (*recession*) يظهر خطر تحول التضخم المنخفض إلى انكماش (*deflation*) ($\pi < 0$)، أي إلى انخفاض سريع للأسعار يؤدي إلى خسائر كبيرة قد تمس حتى الشركات المتميزة وتؤدي بعضها إلى الإفلاس. أمام هذا الخطر يضطر البنك المركزي إلى تخفيض معدل الفائدة الاسمي لتجنب الكساد (*depression*).

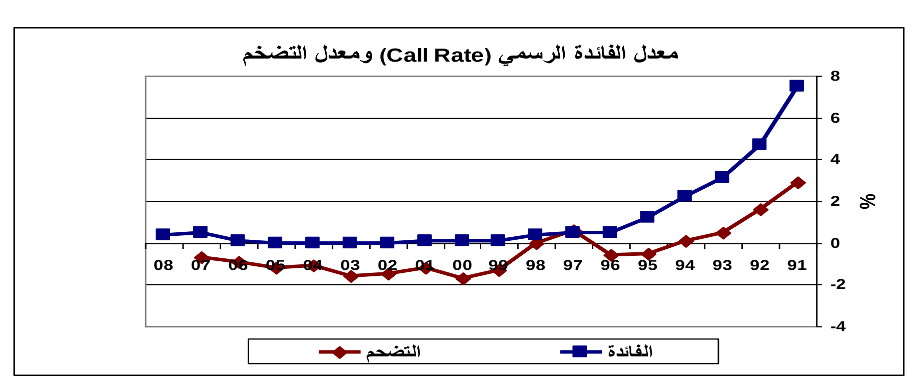
2-3. حدود سياسة معدل الفائدة الصفري: تجربة اليابان

طبِقت سياسة معدل الفائدة الصفري أو شبة الصفري إيجابًا وسلبًا في الولايات المتحدة عندما خفّض البنك الفيدرالي معدل فائدته الأساسي من 5% في 1929م إلى 0.5 في 1932م. وتظل التجربة اليابانية الأكثر امتدادًا في هذا المجال حيث دامت خمس سنوات وثلاث أشهر بالتحديد من مارس 2001م إلى يونيو 2006م.

[52] مثال ذلك حالة اليابان حيث حدد بنك اليابان ولأول مرة منذ مارس 2006م مستويات التضخم المستهدفة بين 0% و2%. وهذا التحديد بهذه النسب محل جدل بين الاقتصاديين، حيث يرى البعض مثل أوليفي بلانشار (Olivier Blanchard) أن تكون المستويات بين 3% و5% لتتيح مجالاً واسعاً للمناورة في إطار السياسة النقدية، في حين ترى منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية رفع قيمة المستوى الأدنى لأعلى من الصفر لتفادي خطر الانكماش:

Blanchard, Olivier (1998), *Plaidoyer pour l'inflation?*, 23 novembre; **OCDE** (2006), *Etude économique du Japon*, pp. 1-4.

وقد دخل الاقتصاد الياباني منذ بداية التسعينيات م ن القرن الميلادي الماضي في فترة ركود حيث انخفض مؤشر سوق المال الياباني نيكاي (Nikkei) بعد انفجار الفقاعة المالية من 38.916 (يناير 1990م) نقطة إلى 8.924 نقطة (2009/4/20م). وبعد دخول الاقتصاد الياباني في مرحلة الانكماش من عام 1998م كما يوضح الوسم البياني التالي (رقم 4)، قرر البنك المركزي الياباني خفض معدل الفائدة الأساسي تدريجيًا ليصل إلى 0% بين مارس 1999م ويوليو 2000م، ويرتفع إلى 0.25% من أغسطس 2000م إلى يناير 2001م. وعند إعلان هذه الزيادة خلال لقاء صحافي صرح ماسرو حيامي (Masaru Hayami)، محافظ بنك اليابان المركزي، أن سياسة معدل الفائدة الصفري تمثل ترتيبًا غير عاديًا لتفادي أزمة مالية وأن مثل هذا الإجراء يجب أن ينتهي في أية لحظة[53]. لكن البنك المركزي الياباني خفض بعد ذلك معدل الفائدة إلى 0.15% في فبراير 2001م ليصل في النهاية إلى 0% من مارس 2001م إلى يونيو 2006م. وهكذا أعلن البنك المركزي الياباني – بعد حصوله على استقلاله عن السلطة التنفيذية (الحكومة) في بداية عام 1999م – عن سياسة معدل الفائدة الصفري التي عُلِّقت عليها في ظل العشرية الضائعة آمال كبيرة وسُمِّيت آنذاك بـــ"السياسة النقدية اليابانية الجديدة" على حد تعبير محافظ البنك المركزي الياباني[54].



رسم بياني (4): معدلات الفائدة الرسمي ومعدل التضخم في اليابان : **1991–2008**م.

المصدر: **The Bank of Japan**

وفي مارس 2001م تبنى البنك المركزي الياباني سياسة "التليين الكمي " (*quantitative easing*)[55]، والتي اعتبرها البنك إجراء مؤقتاً اتخذت في ظل ظروف استثنائية وهي تسعى إلى رفع السيولة وتسهيل اللجوء إلى الائتمان في الاقتصاد بإبقاء معدل الفائدة القصير الأجل إلى مستوى الصفر ومعدل الفائدة الطويل الأجل إلى مستوى منخفض جداً (الوسم البياني (5)). وذلك بزيادة احتياطات البنوك التجارية لدى البنك المركزي بـهدف ضخ مزيد من السيولة في الاقتصاد (زيادة الكتلة النقدية) ملءيؤدي إلى ارتفاع مستوى الأسعار ، ثم بعد ذلك يقوم البنك المركزي بشراء سندات الحكومة اليابانية الطويلة الأجل والأدوات الأخرى قصيرة الأجل

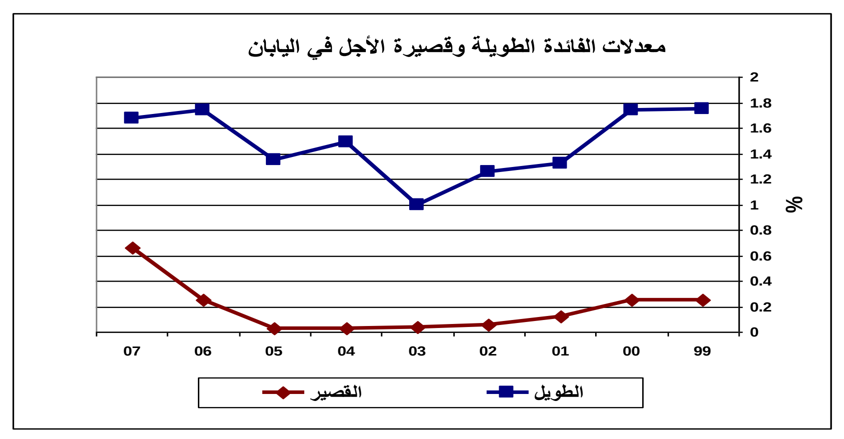
---

[53] **Lopez, Joe** (2000), *La Banque du Japon augmente le taux d'intérêt*, 22 août, http://www.wsws.org.

[54] **Masaru, Hayani** (1999), *La nouvelle politique monétaire japonaise*, pp. 47-52.

[55] تعتبر هذه السياسة إجراء جديداً أضافه البنك المركزي الياباني إلى سياسة معدل الفائدة الصفري في هذه المرحلة، بعد أن كان قد اقتصر على الأخير، في المرحلة الأولى: 1999م – 2000م.

لدى المصارف التجارية، وبالقيام بـهذا الإجراء مع بقاء معدلات فوائد الإقراض بين البنوك قريبة من الصفر مما يشجع على الإقراض. إن عملية "التليين الكمي" أدت إلى زيادة الاحتياطات المصرفية لدى البنك المركزي من 5 تريليون ين في مارس 2001م إلى 35 تريليون ين في ديسمبر 2004م[56]، وهو ما ساهم في ارتفاع مستوى الأسعار مقاساً بأسعار التجزئة (CPI)، ومع استمرار هذا الوضع قام البنك المركزي الياباني برفع هذه السياسة في مارس 2006م مع التخلي عن سياسة معدل الفائدة الصفري بعد ثلاثة أشهر[57]، ومع ذلك ظل مستوى أسعار التجزئة منخفضاً على الرغم من تحسن مستوى كل من الإنتاج والإنفاق.



رسم بياني (5): **معدلات الفائدة الطويلة وقصيرة الأجل في اليابان من 1999م إلى 2007م.**

المصدر: **BCE & OECD 2009**

وبعد ثماني سنوات ونصف من إعلان سياسة معدل الفائدة الصفري، بالتحديد في 14 يونيو 2006م، قرر البنك المركزي الياباني رفع معدل الفائدة الأساسي بنسبة 0.25%، وهو يبعث بذلك رسالة مؤداها أن حالة الاقتصاد الياباني في تحسن ويحاول إلحاق معدل الفائدة الياباني الأساسي بمستويات الولايات المتحدة وأوروبا . لكن أزمة الرهن العقاري التي اندلعت في الولايات المتحدة أ جبرت البنك المركزي الياباني أن يخفض مجددًا معدل فائدته الأساسي من 0.50% (بين فبراير 2007م وسبتمبر 2009م) إلى 0.30% (من أكتوبر 2008م إلى نوفمبر 2008م) ليصل في النهاية إلى 0.10% (منذ ديسمبر 2008م).

ويعاني اليابان من مديونية عامة مفرطة حتى أضحت "قنبلة موقوتة" على حد تعبير الاقتصاديين اليابانيين أكيو أوجاوا (Akio Ogawa) وتكايوشي إيجاراشي (Takayoshi Igarashi) حيث وصلت في عام 1999م إلى 5500 مليار دولار أمريكي، أي ما يعادل 130% من الناتج القومي[58]. وقد تجاوزت هذه النسبة منذ عام 2005م نسبة170% ، الرسم البياني (6) يوضح تطور حجم المديونية منسوباً إلى الناتج المحلي الإجمالي، وهو ما يؤكد أن الحكومة اليابانية أقدمت على برنامج تحفيز مالي كبير لتقصير مدة الركود الذي عاني منه

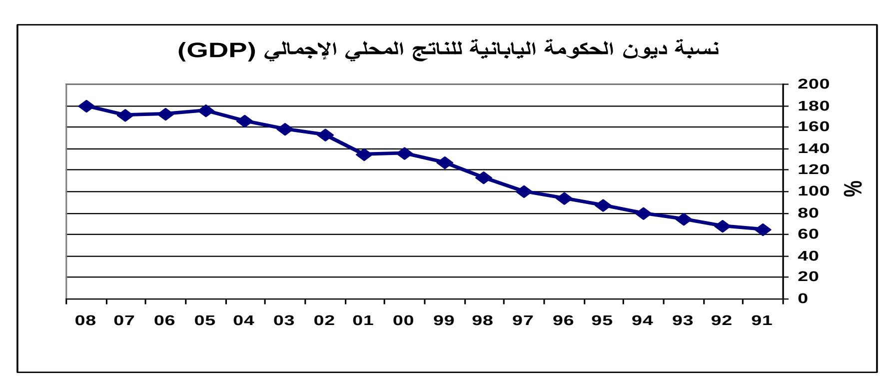
---

[56] **Spiegel, Mark** (2006), *Did Quantitative Easing by the Bank of Japan "Work"*?, p.1.

[57] وهذا ما يعضد أن هذه السياسات كانت مؤقتة وفي ظل ظروف استثنائية، وليست مبنية على قناعة أن للفائدة (أحد أبرز صور الربا) أضراراً اقتصادية توصل اليابانيون إليها بالممارسة.

[58] **Solidarité et Progrès** (2000), *Japon: Récession et endettement record*, 17 février, p. 1.

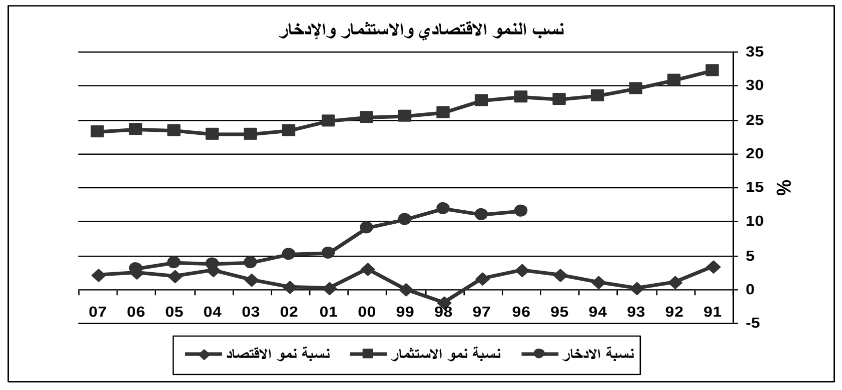
الاقتصاد الياباني في العشرية الضائعة. وهذا الأمر بدوره يؤكد محدودية سياسة معدل الفائدة الصفري في تحريك النشاط الاقتصادي:



رسم بياني (**6**): نسبة ديون الحكومة اليابانية العامة إلى الناتج المحلي الاجمالي **1991–2008**م.

المصدر: **OECD, Factbook 2009**

ومما يعضد ما سبق أنه أمام هذه المديونية المفرطة الناتجة عن مخططات النهوض المتتالية لدفع عجلة النشاط الاقتصادي تضغط الحكومة من حين لآخر على البنك المركزي لإبقاء معدل الفائدة بمستويات منخفضة جدًا. وهناك مؤشر آخر يدل على محدودية سياسة معدل الفائدة الصفري لمساعدة مخططات الإنعاش والبرامج المرافقة ألا وهو دفع عجلة النشاط الاقتصادي بزيادة مستويات الاستثمار والرسم البياني (7) يوضح ذلك. وحسب آخر المعطيات تراجعت استثمارات الشركات في اليابان بنسبة 17.3% في الثلاثي الرابع لعام 2008م، وهي أعلى نسبة تسجل منذ الثلاثي الثالث لعام 2002م[59]. كما تراجع معدل الادخار لاسيما منذ عام 2000م لعدة أسباب لعل من أبرزها ما يلي: انخفاض الأجور، وزيادة عدد السكان المسنين الذين يميلون إلى الاستهلاك أكثر من الادخار، وانخفاض معدل الفائدة إلى الصفر الذي لا يدفع على إيداع الأموال في البنوك التجارية، علاوة على توجه العائلات إلى اقتناء المساكن نظرًا لانخفاض أسعار العقار. ولعل العائلات اليابانية وقعت ضحية الوهم النقدي بمعنى أنـها بنت قراراتـها على معدل الفائدة الاسمي وليس على معدل الفائدة الحقيقي.



رسم بياني (7): نسب النمو الاقتصادي والاستثمار والادخار في اليابان **1991–2007**م.

المصدر: **OECD, Factbook 2009**

[59] **Kajimoto, Tetsushi** (2009), *Plongeon de l'investissement des entreprises au Japon*, Usine Nouvelle, 5 mars.

وهكذا يتضح أن سياسة معدل الفائدة الصفري لم تكن كافية في تخفيف وطأة الركود الاقتصادي الذي عاني منه الاقتصاد الياباني، فلقد أضيف لها سياسة "التليين الكمي" والتي لا تزال محل دراسة ونقاش على مستوى أوربا وأمريكا من قبل البنوك المركزية . وقد اعترف محافظ البنك المركزي الياباني ماساكي شيراكاوا (Masaaki Shirakawa) في مايو 2008م بـــهذه المحدودية، حين قال :"إن الاستراتيجية كانت جد فعالة في تحقيق استقرار أسواق المال، إلا أن مفعولها كان محدوداً في معالجة ركود الاقتصاد الياباني، لأن البنوك لم تكن تقرض، كما أن الشركات أحجمت عن الاقتراض "[60]. بالإضافة إلى هذا لجأت الحكومة اليابانية إلى الطرق التقليدية التي استخدمت من أيام كينز كالتحفيز المالي، والذي يبدو أن الحكومة اليابانية استخدمته بشكل كبير مما انعكس سلباً على زيادة الاقتراض لتمويل العجز في نفقاتـها، والرسم البياني (8) يوضح كيف تحولت الحكومة اليابانية من مقرض في السنوات الأولى م ن تسعينيات القرن الماضي، إلى مقترض بعد تلك السنوات وإلى اليوم.



رسم بياني (8): نسب الاقراض والاقتراض من قبل الحكومة اليابانية 1990– 2007م.

المصدر: OECD, Factbook 2009

4. الاقتصاد الإسلامي ومعدل الفائدة الصفري.

في عام 1971م نقل عن الرئيس الأمريكي ريتشارد نيكسون قوله :"إننا الآن جميعاً كينزيون (*We are all Keynesians now*)"، مجاراة لهذا القول وعلى إثر انتهاج سياسة معدل الفائدة الصفري في السنتين الأخيرتين، أعلن المحلل المالي وليام بيسك (William Pesek): "يمكن أننا تحولنا إلى مصرفيين إسلاميين *(We may all be Islamic bankers)*.[61]

وأشار بعض المسلمين أن اليابانيين اكتشفوا بالممارسة العملية الضرر البالغ الذي تسببه القروض بالفائدة للنشاط الاقتصادي في البلاد . ومن ثم تبنت اليابان سياسة معدل الفائدة الصفري ووصلت إلى النتيجة التي أمر بـها الإسلام قبل أكثر من أربعة عشر قرناً حين حرّم الربا[62].

[60] **Lanman, Scott** (2008), *'Bernanke-san' Signals Policy Shift, Evoking Japan Comparison*, p.1.
[61] **Pesek, William** (2008), *Fed, BoJ We Are All Islamic Bankers*, 7 December, p. 1.
[62] **ملتقى حضرموت للحوار العربي** (2001م)، اليابان.. وتحريم الربا، 12 أبريل (www.hdrmut.net).

واعتبر أحد المختصين في الاقتصاد الإسلامي سياسة معدل الفائدة الصفري اليابانية من أهم الأسباب التي أدت إلى نمو المصرفية الإسلامية في العقد الأخير[63]. وأصدر أحد الدعاة فتوى يعتبر فيها البنوك اليابانية بنوكًا ذات طبيعة إسلامية من تصور أن نسبة الفائدة على الودائع في المصارف اليابانية تبلغ صفرًا في المائة[64].

وفي ظل الأزمة المالية العالمية أشار العديد من الدعاة والفقهاء والمختصين في الاقتصاد الإسلامي إلى أن سياسة معدل الفائدة الصفري التي انتهجتها بعض البنوك المركزية تعني إلغاء الربا[65] أو اعتماد "معدل فائدة إسلامي"[66].

فهل حقاً تتطابق هذه السياسة مع مبدأ تحريم الربا الذي يعد من المبادئ الأساسية التي يقوم عليها التمويل الإسلامي؟ أم الأمر على خلاف ذلك؟ إن فحص ما كتب حول هذه المسألة يشير إلى أن في الأمر استعجالاً وعدم تدقيق، وذلك لأسباب عديدة منها ما يلي:

- إن سياسة معدل الفائدة الصفري هو إجراء وقائي واستثنائي يستخدم لتفادي الانكماش أي الانخفاض شبه العام للنشاط الاقتصادي ولأسعار السلع والخدمات على مدار شهور أو سنوات عديدة . وقد أوضحنا ذلك من خلال الدراسات التي تناولت تجربة اليابان، وخاصة تلك التي صدرت من بنك اليابان أو على لسان مسؤوليه.
- إن سياسة معدل الفائدة الصفري تبقى محل أخذ ورد من طرف الاقتصاديين لأن السياسة النقدية في فترات الانكماش عندما تصل معدلات الفائدة إلى الصفر تخسر كل فعاليتها أو أنه يصبح من الصعب تطبيقها على الأقل لأن القواعد المعتادة لقيادة السياسة النقدية لم يعد بالإمكان تطبيقها. يقول الاقتصادي السويسري ميشال سانتي: "إن سياسة معدل الفائدة الصفري التي تكمن في إغراق الجميع وبسرعة بأقصى كمية من السيولة تحمل في طياتها بذور التخصيص غير الفعال لأنها لا تأخذ بعين الاعتبار اختلاف الموارد مع تشجيع كل أشكال التصرفات غير المنطقية وربما غير المسؤولة"[67]. وتبقى هذه السياسة أيضًا محل جدل من قبل المعنيين الأوليين بالأمر وهم محافظو البنوك المركزية. يقول جون كلود تريشي أن سياسة معدل فائدة الصفري، على غرار ما يحصل في اليابان، ليست ملائمة للوضع الأوروبي[68]. وصرح جيمس بولارد (James Bullard)، رئيس فرع البنك المركزي الأمريكي بمنطقة سان لويي، في لقاء مع قناة بلومبرج (Bloomberg): "عند هذه المستويات المنخفضة جدًا إنني قلق من حدوث نتيجة على الطريقة اليابانية "، قبل أن يضيف: "يصبح الانكماش آلية تغذي نفسها بنفسها بحيث تجد نفسك مقيدًا بمستوى الصفر"[69].

---

[63] **رزق، حمدي** (2007م)، المصارف اليابانية أسلمت، المصري اليوم، 15 أبريل؛ **حرب، شرين** (2007م)، فوائد تساوي صفر.. بنوك يابانية على الطريقة الإسلامية، محيط، 21 يونيو.

[64] **الغزالي، عبد الحميد** (2007م)، التنمية الاقتصادية بين التمويل الربوي والتمويل الإسلامي، ص 118.

[65] **Traouli**, **Khaled** (2008), *Osons la solution islamique: Un taux d'intérêt nul... et rapidement*.

الزامل، يوسف (2009م)، أمريكا والعالم يحاربان الأزمة بإلغاء الربا، 28 مارس.

[66] *La FED adopte un taux d'intérêt islamique*, 18 décembre 2008, www.agoravox.fr.

[67] **Santi, Michel** (2009), *La politique du taux d'intérêt zéro: une grenade en mains des Banques Centrales*, p. 2.

[68] **Trichet, Jean-Claude** (2009), *Une politique de taux zéro n'est pas appropriée au cas européen,* RTLinfo, 18 avril.

[69] **Triès, Philippe** (2008), *Taux d'intérêt zéro: le scepticisme d'un gouverneur de la Fed*.

• إن معدل الفائدة الصفري يخص القروض التي يمنحها البنك المركزي للبنوك التجارية لتقرضها للبنوك تجارية أخرى أو لفاعلين اقتصاديين (عائلات، رجال أعمال، مضاربين، شركات).

• إن الواقع يبين أنه بالرغم من أن البنوك المركزية تحدد معدل فائدة صفري فإن مستويات معدل الفائدة لدى المؤسسات المالية والبنوك التجارية تظل مرتفعة بنسب مختلفة.

• إن تحريم الربا في الإسلام ينبغي أن يربط بأصل العدل أي وضع الشيء في موضعه اللائق به حيث يتم الإقراض بدون فائدة في الحالات الخاصة التي تستدعي القرض الحسن والمشاركة في الربح والخسارة في المشاريع المربحة نسبيًا. فليس من العدل أن يدعى المرء لتقديم قرض حسن في مشروع ربحي بدعوى الأخوة الإسلامية بدلا من أن يُشرَك في المشروع من خلال طرق التمويل الإسلامية الملائمة[70].

• إن سياسة معدل الفائدة الصفري قد تساهم فيما يلي:

1. تغذية ما يسمى بـــ"*carry-trade*" وهي ممارسة مضاربية تتمثل في الاقتراض في بلاد يكون فيها معدل الفائدة منخفض واستثمار هذا المال في بلاد يكون معدل الفائدة فيها بنسبة أعلى . وقد يلجأ إلى هذه الممارسة كل من الشركات، والمضاربين وصناديق التحوط. وقد حصل هذا الوضع في الدول الآسيوية عندما اقترض القطاع الخاص مبالغ كبيرة بالدولار عندما كانت فوائد الدولار منخفضة ، وما إن حصلت الأزمة المعروفة في أواخر التسعينيات إلا وطارت تلك الأموال مما عرض اقتصاديات تلك البلاد لصعوبات بالغة لّما يتعافى البعض منها بشكل نـــهائي إلى الآن، وفي خضم الأزمة الحالية أشار صندوق النقد الدولي في بعض دراساته إلى أن بعض دول أوربا الشرقية قد تتعرض لنفس المصير، لأن ديون الشركات فيها كانت باليورو بشكل رئيس[71] .
2. خفض قيمة العملة الوطنية أمام العملات الدولية الأخرى لأن الطلب على العملة التي يكون معدل فائدتها منخفض يقل مقارنة بالعملات الأجنبية التي يكون فيها معدل الفائدة بمستوى أعلى. وهذا ما حصل في اليابان مؤخراً، فبعد تفاقم أزمة الرهن العقاري في صيف 2007م اضطرت أمريكا والدول الكبرى الأخرى إلى خفض معدلات فائدتـــها، بعد أن كانت مرتفعة مقارنة بالين . ومن هنا شهد اليابان عودة رؤوس الأموال مما أدى إلى ارتفاع قيمة الين مقابل العملات الأخرى . ففي ظرف سنة ونصف ارتفع الين بنسبة 40%، وهذا ما انعكس سلباً على الصادرات فسجل اليابان في يناير 2009م عجز تجاري قياسي 952.9 مليار ين (7.9 مليار يورو) [72].

[70] **المصري، رفيق** (2009م)، الأزمة المالية العالمية من يتحمل مسؤوليتها؟، ص. 379.

[71] **The Financial Times** (2009), *IMF backs euro for eastern Europe: report*, April, 9.

[72] **Saeki, Yuzo** (2009), *Les exportations chutent au Japon déficit commercial record*, Reuters, 25 février.

وحتى لو افترضنا أن البنوك التجارية تعرض قروضًا ذات المعدل الصفري في إطار مبادرات حكومية كما يحصل أحيانًا في بعض الدول مثل فرنسا لذوي الدخل المحدود أو لبعض الفئات مثل الأساتذة لاقتناء مسكن لا تعني أنـها تخلو من الفائدة (الربا) نظرًا لما يلي[73]:

1. إن قرض المعدل الصفري المعلن يجب أن لا يتجاوز في أقصى حد نسبة 30% من المبلغ الإجمالي لقيمة المنزل حسب آخر المعطيات، وبالتالي يجب أن يرفق بنوع من أنواع القرض بفائدة المتاحة في سوق الائتمان.
2. إن قرض المعدل الصفري هو في الحقيقة ليس مجاني لأن الدولة تتحمل نسبة الفائدة التي يتعامل بـها البنك المقرض أثناء إبرام العقد ويسترجعها على شكل خصم ضريبي.

5. الخاتمة: النتائج والتوصيات

1-5 النتائج: من أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة ما يلي:

1. إن الفائدة والسياسات النقدية المرتبطة بـها كانت و لا تزال من أعقد المسائل في علم الاقتصاد. إنـها تمثل لغزاً يحتاج إلى تفكيك الكثير من "شفراته" و "رموزه".
2. لقد وقع البعض في فخ "الوهم النقدي" الذي جرهم في تحليلهم للسياسات النقدية في الاقتصاديات الرأسمالية إلى عدم التفريق الدقيق بين معدل الفائدة الاسمي ومعدل الفائدة الحقيقي. وهذا يفترض من الناحية النظرية -استنادًا لمعادلة فيشر- وجود توازن تلقائي بين معدل الفائدة الحقيقي ومعدل التضخم المتوقع بحيث يبقى حاصل الجمع بين المتغيرين صفريًا باستمرار. وهذا الأمر ليس متحققاً على الدوام، فعندما يشهد الاقتصاد انكماشاً يكون معدل الفائدة الحقيقي موجباً، وعلى هذا الأساس لا يصح أن نقول أنه في ظل الاقتصاد الإسلامي يكون معدل الفائدة الاسمي مساوياً للصفر، بل الأدق أن نقول أن الفائدة (الربا) غير مشروعة بكل أشكالها ومستوياتـها.
3. ووقع البعض الآخر في خداع التجزئة الذي يجر إلى الاعتقاد بأن ما يصح على المستوى الكلي يصح على المستوى الجزئي. ففي الحالة التي درسناها يفترض البعض أن تحديد معدل الفائدة بصفر على المستوى الكلي ينعكس بشكل تلقائي على المستوى الجزئي، وهذا غير صحيح كما بينا.
4. عدم التمييز بين إلغاء -أي تحريم- الفائدة وتعطيل معدلها في فترات استثنائية كما هو حاصل اليوم في عدد من الدول الرأسمالية في ظل الأزمة المالية العالمية، وكما حصل في اليابان من قبل. إن سياسة معدل

[73] **Pagny**, **Aurélie** (2009), *Un prêt à taux zéro pour les enseignants*, Le Figaro, 27 mars.
وقد نشر هذه المقالة موقع "ربح" الالكتروني (ribh.wordpress.com) المختص في التمويل الإسلامي بخلفية أن هذا الإجراء يتوافق مع تحريم الإسلام للربا.

الفائدة الصفري إجراء لاحتواء آثار الأزمات والحد من تفاقمها وليس قناعة بضرورة إلغاء الفائدة لما لها من أضرار اقتصادية واجتماعية.

5. إن سياسة معدل الفائدة الصفري كما أوضحنا فيما سبق ليست من الاقتصاد الإسلامي في شيء، حيث أنـها تساهم في تكريس الواقع كما هو من خلال التصرفات والسياسات الخاطئة والتي كان السبب فيها ذات المؤسسات التي يراد تقديم الأموال "مجاناً" لها لتقرض الوحدات الاقتصادية بأضعاف مضاعفة من معدلات الفوائد والرسوم تحت دعوى ارتفاع المخاطر وغيرها في الفترات التي تعقب الأزمات. ومن أبرز مقاصد الشريعة في الأموال العدل فيها وفي طرق نقلها وتداولها بين الناس، وهذا الإجراء يكرث تكديس الأموال وتوجيهها في يد القلة "دولة بين الأغنياء".

6. إن سياسة معدل الفائدة الصفري تؤكد أن الربا لا يمكن أن يشكل المبدأ الأساسي للنظام الاقتصادي الإسلامي بمعزل عن غيره من المبادئ التي يقوم عليها وعن الواقع الذي يعمل فيه، وبالتالي فإن مجرد العدول عن الربا لا يحل المشاكل بصفة آلية بمنأى عن الواقع السياسي والاجتماعي والثقافي والضغوطات الجيواستراتيجية الخارجية.

7. ضرورة تقصي حقائق الأمور ومدلولات السياسات على حقيقتها الفعلية لا كما نحب لها أن تكون أو كما يراد منا أن نراها بطرق ظاهرة وخفية.

8. يتضح من خلال ما سبق أن سياسة معدل الفائدة الصفري وغيرها من الحلول الأخرى مكلفة و عادة ما يكون استعمالها متأخراً ولها آثار ومضاعفات للحد من آثار الأزمات. وهذا ما أدى إلى نقاش وجدل كبير على مستوى الاقتصاد الكلي حول مفعول هذه السياسات على المتغيرات الاقتصادية.

9. إن هذا الإجراء أعاد للواجهة مفاهيم كادت تندثر ليبقى الحديث عنها رهيناً في بطون الكتب، ومن أهم هذه المفاهيم التي عادت للواجهة فخ السيولة الذي تحدث عنه كينز[74].

10. إن هذه السياسة تمثل آخر ما لدى السلطات النقدية من وسائل في سبيل الحد من آثار الأزمات المالية ، كما أن تحقيق الأهداف المرجوة منها ليس مقدوراً على التحكم فيه دون مساعدة الإجراءات الأخرى، كالتحفيز المالي و"التليين الكمي".

11. من خلال بحثنا وفحصنا لما وقع بين أيدينا من مصادر لكبار الاقتصاديين مثل كينز لم نعثر على قول واضح لهم يشير إلى ضرورة إلغاء الفائدة لما لها من أضرار، كل الذي تحدثوا عنه هو معدلات الفائدة، ومستوياتـها "التوازنية" وتلك المرتفعة منها التي تؤدي إلى التأثير على مستويات النمو الاقتصادي، و هذا

[74] ذكر الاقتصادي الأمريكي بول كروجمان أنه ضمن مجموع الأبحاث التي حوتها قاعدة المعلومات البحثية (*EconLit*) منذ عام 1975م لم يرد ذكر عبارة "فخ السيولة" في عناوين أو مستخلصات أو موضوعات الأوراق العلمية للاقتصاديين إلا في 21 موضعاً، مما عزز قناعة أن هذه الحالة ولم تقع ولا يمكن أن تقع؛ يراجع المصدر التالي:
Krugman, Paul (1998), *It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap*, p.138.

لم يمنع البعض منهم إلى القول بإمكانية اللجوء إلى معدلات الفائدة الاسمية الصفرية كإجراء لمواجهة الأزمات.

12. للتنسيق بين البنوك المركزية أهمية قصوى في تحقيق الأهداف الاقتصادية والمالية من السياسات النقدية التي تتخذها، وهو ما يبين أهمية التعاون الإقليمي وغيره بالنسبة للدول الإسلامية إذا أرادت تطبيق سياسات مرتبطة بخصوصيتها الثقافية حتى يكون لتلك السياسات فعالية وإيجابية في ظل النظام المعولم القائم على التكتلات المحلية والإقليمية.

13. إن الممارسات التي تتم من خلال هذه السياسات وغيرها والتي "تحابي" مؤسسات الوساطة المالية تطرح وبشكل ملح ضرورة الإسراع في تقديم نموذج للوساطة مستمد من قواعد الشريعة ومسترشد بالتطبيقات الإنسانية الجيدة أنى وجدت لتشييد نظام مالي عادل ومستقر محققاً للكفاءة التي ركز عليها النظام القائم. فلقد أوضحت الدراسة على سبيل المثال أنه كلما كانت الوضعية الائتمانية للمقترض غير جيدة –ويدخل في هذا المحتاج والمعدم- كلما كانت معدلات الفوائد والغرامات الأخرى مرتفعة.

14. إن المستفيد الكبير إن لم نقل النهائي من هذه السياسات هي مؤسسات الوساطة المالية، وخاصة البنوك "الابن المدلل" للنظام القائم. فهذه المؤسسات كانت و لا تزال من المتسببين الرئيسيين في حدوث الأزمات، ومع ذلك لا يعمل شيئاً ذي بال من أجل إعادة النظر في طبيعة العمل الذي تقوم به ، بل يطلب من الجميع الإسراع إلى نجدتـــها مهما كلف هذا المجتمعات الإنسانية . لقد أدت هذه القناعة بالحكومات إلى الاقتراض بصفة مفرطة في ظل برامج التحفيز المالي، وهذا ما سيترك إرثاً ثقيلاً للأجيال القادمة . وقد دلت التجربة اليابانية على ذلك، والإجراءات التي تتخذ في ظل الظروف القائمة ستزيد الأمر إيضاحاً أكثر.

2-5. التوصيات: من أهم الأمور التي توصي بـــها الدراسة ما يلي:

1. لا بد من التأني الكبير في إصدار الفتاوى المالية لارتباط المعاملات المالية القائمة بأصلين من أصول التحريم وهما الربا والغرر، وذلك بدراسة السياسات دراسة مستفيضة للمسائل مع التركيز على مآءلات الأفعال وآثارها الاقتصادية وغيرها على المدى المتوسط والطويل بدل الاقتصار على المعطيات والمؤشرات على المدى القصير.
2. عرض مسألة معدل الفائدة الصفري للمناقشة في المجمع الفقهي الدولي وإصدار قرار بشأنها ليتم الإطلاع عليها بوضوح تام على نطاق واسع.
3. تنظيم ندوة حول معدل الفائدة الصفري يشارك فيها اقتصاديون نشروا أبحاثًا في هذا المجال وبخاصة الاقتصاديين اليابانيين.

4. القيام بدراسة على مستوى الاقتصاد الجزئي تلقي الضوء على تفاصيل وشروط معدلات الفائدة التي فرضتها المؤسسات الائتمانية والبنوك التجارية اليابانية في ظل سياسة معدل الفائدة الصفري من مارس 2001م إلى يونيو 2006م.
5. القيام بمراجعة نقدية تحليلية للدراسات التي تناولت السياسة النقدية لاقتصاد قائم على غير الفائدة في ضوء التطورات والنقاشات المتعلقة بالسياسات النقدية الحالية.
6. دراسة موضوعات محددة مثل أمثلية سياسة معدل الفائدة الصفري كأداة للسياسة النقدية، وكفاءاتـــها في توزيع الموارد المالية على ضوء التطبيقات الحالية لهذه السياسة في بعض البلاد.

المراجع:

حرب، شرين (2007م)، فوائد تساوي صفر.. بنوك يابانية على الطريقة الإسلامية، محيط، 21 يونيو.

رزق، حمدي (2007م)، المصارف اليابانية أسلمت، المصري اليوم، 15 أبريل.

الزامل، يوسف (2009م)، أمريكا والعالم يحاربان الأزمة بإلغاء الربا، الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل، 28 مارس.

السعدي، عبد الرحمن (1419هـ)، طريق الوصول إلى العلم المأمول بمعرفة القواعد والضوابط والأصول، عمان: دار المعالي.

صندوق النقد الدولي (2009م)، "ملخص واف عن تقرير الاستقرار المالي العالمي أبريل 2009م"، صندوق النقد الدولي، واشنطن، الولايات المتحدة الأمريكية.

الغزالي، عبد الحميد (2007م)، التنمية الاقتصادية بين التمويل الربوي والتمويل الإسلامي، ضمن أعمال الملتقى الدولي، أخلاق الإسلام واقتصاد السوق، الجزائر: المجلس الإسلامي الأعلى، ج1، ص ص.: 111-148.

المصري، رفيق (1987م)، مصرف التنمية الإسلامي أو محاولة جديدة في الربا والفائدة والبنك، بيروت: مؤسسة الرسالة.

المصري، رفيق (1993م)، أصول الاقتصاد الإسلامي، دمشق-بيروت: دار القلم – الدار الشامية.

المصري، رفيق (1999م)، فائدة القرض ونظرياتها الحديثة من وجهة نظر إسلامية، ضمن **رفيق المصري، محمد الأبرش**، الربا والفائدة دراسة اقتصادية مقارنة، دمشق: دار الفكر، ص ص.: 12-87.

المصري، رفيق (2009م)، الأزمة المالية العالمية من يتحمل مسؤوليتها؟، ضمن مجموعة من الباحثين، الأزمة المالية العالمية: أسباب وحلول من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي: جامعة الملك عبد العزيز، ص ص.: 365-382.

المصري، رفيق (2009م)، الأزمة المالية العالمية: أسباب وحلول من منظور إسلامي ضمن مجموعة من الباحثين، الأزمة المالية العالمية : أسباب وحلول من منظور لإسلامي، مركز النشر العلمي: جامعة الملك عبد العزيز، ص ص.: 383-392.

Al-Jarhi, Mabid, A. (2001)**,** *Islamic Finance: an Efficient & Equitable Option***,** Jeddah: The Islamic Research and Training Institute

Allais, **Maurice** (1947), *Economie et intérêt*, Paris: Librairie des Publications Officielles.

Belouafi, Ahmed (1993), *Asset and Liability Management of an Interest-Free Islamic Bank*, Ph.D. Thesis, Sheffield: University of Sheffield.

Benmansour, Hacène (2002), *L'Islam et le Riba*. *Pour une nouvelle approche du taux d'intérêt*, Paris: Dialogues Editions.

Blanchard, Olivier (1998), *Plaidoyer pour l'inflation?*, 23 novembre, econ-www.unit.edu.

Center for Responsible Lending (2009), *Congress Should Cap Interest Rates*, March, www.responsiblelending.org.

Carsey Institute (2006), *Subprime and Predatory Lending in Rural America: Mortgage Lending Practices that can trap Low-income People*, University of New Hampshire, Policy Brief No.4, Fall.

Eggertsson, Gauti, Woodford, Michael (2003), *The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy*, June 26.

Fernando J. Cardim de Carvalho (1999), *On Banks' Liquidity Preference*, in Davidson, P.; Kregel, J. (eds), *Full Employment and Price Stability in a Global Economy***,** Cheltenham: Edward Elgar, pp. 2-20.

Fisher, Irving (1930), *Theory of Interest*, New York: Macmillan.

Fitoussi, Jean-Paul (2000), *L'avenir de l'Europe*: *l'ambition d'un autre contrat social*, Revue de l'OFCE, n°75, octobre, pp. 165-182.
Franco, Erik (2009), *BCE*: *Nowotny ouvre la porte à une baisse du taux directeur sous 1%*, 9 avril, www.mataf.net.
Friedman, Milton (1968), *The Role of Monetary Policy*, The American Economic Review, Vol. 58, N°1, March, pp. 1-17.
Hayani, Masaru (2000), *La nouvelle politique du Japon*, Cahiers du Japon, n°83, printemps, pp. 47-52.
Kajimoto, Tetsushi (2009), *Plongeon de l'investissement des entreprises au Japon*, Usine Nouvelle, 5 mars.
Keynes, John Maynard (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Cambridge: Macmillan Cambridge University Press for the Royal Economic Society.
Kindelberger, Charles (2005), *Panics, Manias and Crashes: A History of Financial Crises*, New York: John Wiley & Sons Inc.
Krugman, Paul (1998), *It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap*, Brookings Papers on Economic Activity, 2, pp. 137-182.
Lanman, Scott (2008), *'Bernanke-san' Signals Policy Shift, Evoking Japan Comparison*, December 2, Bloomberg.com.
Lopez, Joe (2000), *La Banque du Japon augmente le taux d'intérêt*, 22 août, www.wsws.org.
Mishkin, Frederic (2002), *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Sixth Edition Update, New York, Addison Wesley.
Nathoo, Salim; Lee Alanna; Ryan, Robert (1999), *Japanese Consumer Loan Securitization: A New Asset Class*, *Hong Kong Lawyer*, August.
Nikaido, Hukukane (1998), *Keynes's Liquidity Trap in Retrospect*, The Japanese Economic Review, Vol. 49, n°1, March, pp. 77-84.
OCDE (2006), *Etude économique du Japon*, Synthèse, Paris: OCDE, juillet.
OECD (2009), *Factbook 2009*, Paris: OECD, www.oecd.org.
Okina, Kunio; Shirakawa, Masaaki; Shiratsuka, Shigenori (2001), *The Asset Price Bubble and Monetary Policy: Japan's Experience in the Late 1980s and the Lessons*, Monetary and Economic Studies, February, pp. 395-400.
Pagny, **Aurélie** (2009), *Un prêt à taux zéro pour les enseignants*, Le Figaro, 27 mars.
Pesek, William (2008), *Fed, BoJ We Are All Islamic Bankers*, 7 December, www.bloomberg.com.
Saeki, **Yuzo** (2009), *Les exportations chutent au Japon déficit commercial record*, Reuters, 25 février.
Santi, Michel (2008), *Nous sommes tous Japonais maintenant*, 3 décembre, contreinfo.info.
Santi, Michel (2009), *La politique du taux d'intérêt zéro: une grenade en mains des Banques Centrales*, 11 janvier, www.gestionsuisse.com.
Spiegel, Mark M. (2006), *Did Quantitative Easing by the Bank of Japan "Work"?*, FRBSF Economic Letter, N°28, October 20, pp. 1-3.
The Department of Financial Institutions (2007), *2007 Payday Lending Report*; Washington State Department of Financial Institutions.
Traouli, **Khaled** (2008), *Osons la solution islamique: Un taux d'intérêt nul... et rapidement*, 13 octobre, www.myportail.com.
Triès, Philippe (2008), *Taux d'intérêt zéro*: *le scepticisme d'un gouverneur de la Fed*, 3 décembre, www.mediapart.fr.